دار الشروق

أزمة النمور الآسيوية

الجذور والآليات والدروس المستفادة

إعداد
د. عمرو محيى الدين



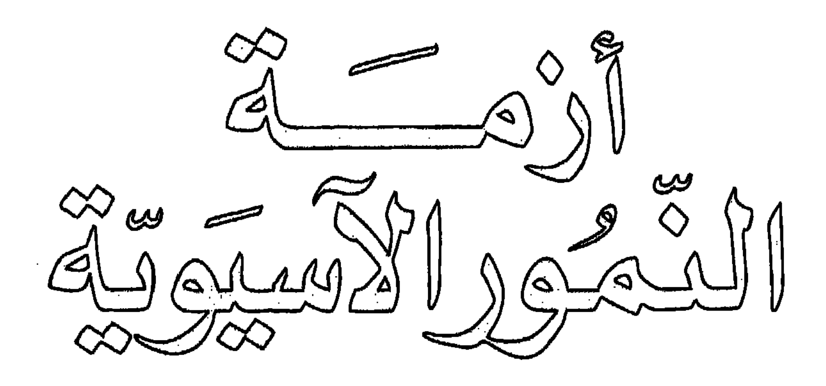
أزمة النمور الآسيوية

الطبعة الأولى
١٤٢١هـ - ٢٠٠٠م

أسسها محمد المعلم عام ١٩٦٨

القاهرة : ٨ شارع سيبويه المصري -
رابعة العدوية - مدينة نصر
ص . ب : ٣٣ البانوراما - تليفون : ٤٠٢٣٣٩٩
فاكس : ٤٠٣٧٥٦٧ (٢٠٢)
البريد الإلكتروني: email: dar@shorouk.com

إعداد
د. عمرو محيي الدين



الجذور والآليات
والدروس المستفادة

دار الشروق



الإهـــداء

إلى أمي . . التي غرست فيّ هواية القراءة وعلمتني حب العلم . .

إلى روحها الطاهرة أهدي هذا الكتاب .



المحتوى

Converted by Tiff Combine - (no stamps are applied by registered version)



مقدمة

شهد عام ۱۹۸۹ بدء خروج بعض دول أوربا الاشتراكية عن الفلك السوفيتي واتجاهها نحو نظام اجتماعي واقتصادي جديد تسوده الملكية الفردية وتلعب فيه آلية السوق دورا فعالا في تخصيص الموارد ، وفي ۹ نوفمبر من ذات العام بدأ تداعي حائط برلين ، وفي ۳ ديسمبر ۱۹۸۹ أعلن كل من جورج بوش وميخائيل جورباتشوف في قمة مالطة انتهاء الحرب الباردة ، وفي ۷ فبراير ۱۹۹۰ تنازل الحزب الشيوعي السوفيتي عن سلطاته المطلقة ، وأعلن اندماج كل من ألمانيا الشرقية وألمانيا الغربية في كيان واحد في ۳ أكتوبر ۱۹۹۰ ، وتمت تصفية الاتحاد السوفيتي في ديسمبر ۱۹۹۱ حينما استقلت الجمهوريات السوفيتية ، وفي ۲٥ ديسمبر ۱۹۹۱ تم إنزال العلم السوفيتي من فوق قبة الكرملين ، ووقعت كل من روسيا والولايات المتحدة ــ في ۳ يناير ۱۹۹۳ ـ اتفاق ستارت ۲ وهو أكبر اتفاق لنزع السلاح النووي . وتشير الأحداث السابقة إلى انتهاء الحرب الباردة واتجاه العالم نحو نظام سياسي واقتصادي عالمي جديد .

وهكذا أصبح انتصار الرأسمالية حتميا ، وهلل الجميع لتحقق نبوءة فكوياما في كتابه «نهاية التاريخ» ، وبات الجميع مرتاحين إلى أن الرأسمالية المنتصرة قادرة على أن تحقق أحلام العالم في مجتمع يسوده الاستقرار الاقتصادي والطمأنينة السياسية والرفاهية الاجتماعية . وأمست روشتة فك قيود إجراءات النظام المالي وتحرير النظام الاقتصادي بما في ذلك هيكل الأسعار وخصخصة القطاع العام وصفة جاهزة لأمراض الدول النامية

وتمهيدا ضروريا ومرحلة انتقالية حتمية لانضمامها إلى النظام العالمي الجديد .

إلا أن الرأسمالية التي تأكد الجميع من انتصارها تبدو الآن وكأنها في حالة تراجع تام، وتكفي نظرة سريعة على قلاع الرأسمالية حتى تتعزز هذه النتيجة . فها هي ذي النماذج الرأسمالية في دول شرق وجنوب شرق آسيا يترنح الواحد منها تلو الآخر ثم تتجه نحو الانهيار . وهذه هونج كونج إحدى مفاخر الرأسمالية تتدخل فيها الحكومة بإنفاق مبالغ هائلة ــ تقول بعض المصادر إنها وصلت إلى ١٤ مليار دولار ــ لشراء الأسهم وإنعاش سوقها الخامل. وتتوقف روسيا عن الوفاء بالتزاماتها المالية المحلية والدولية وتتدهور عملتها وتنهار أسواقها المالية وتنتقل العدوى إلى أسواق المال في أوربا الغربية وكل من أمريكا الشمالية والجنوبية بما ينطوي عليه ذلك من آثار سالبة على أدائها المالي والاقتصادي ، وتقوم حكومة اليابان بتخصيص ما مقداره ٥٠٠ بليون دولار أمريكي (٦٠ ترليون ين ياباني) من الأموال العامة لإنقاذ أكبر ١٩ بنكا يابانيا من عثرتها ، بل وتقوم بتأميم أحد أهم هذه البنوك المعروف باسم (LTCB)، بل ويقترح عليها البعض القيام بتأميم الباقي خاصة وقد امتصت خسارة هذه البنوك أغلب حقوق المساهمين (رأس المال والاحتياطيات) ، وها هو ذا بنك الاحتياط الفيدرالي يتدخل لإنقاذ أحد أهم صناديق التحوط أو التغطية الاستثمارية فارضا على البنوك الأمريكية الكبيرة حصص مساهماتها في برنامج إنهاض هذا الصندوق (LTCM)، وقد قامت الحكومة الأمريكية سابقا عام ١٩٨٧ بتحمل أعباء إنقاذ بيوت أو بنوك الادخار والإقراض (S&L) من إفلاسها متحملة بذلك مقدار ١٣٧ مليار دولار من الأموال العامة .

ولقد بدأت الأزمة في دول جنوب شرق آسيا وكوريا الجنوبية وتعمقت بها وانتشر غبارها إلى بقية الدول الآسيوية ثم إلى الاتحاد السوفيتي ودول أمريكا اللاتينية وأوربا الغربية وأمريكا الشمالية بحيث تحولت إلى أزمة عالمية . ولقد خلقت هذه الأزمة عوامل تغذيتها الذاتية مما أدى إلى تعمقها وانتشارها ، كما فاجأت العالم وأخذت المؤسسات الدولية على غرة، فلم يكن أحد يتوقعها أو مستعدا لها . ولم تعد الأزمة المالية مجرد أزمة مجموعة من الدول ولكنها تحولت إلى «أزمة نظام» على حد قول رئيس صندوق النقد الدولي ، أي أزمة النظام الرأسمالي العالمي كله وآلياته . ويبدو أن ظاهرتي عولمة النشاط

الإنتاجي وعولمة النشاط المالي اللتين تمثلان أحـد أهم سمات النظام الاقتصادي العالمي الجديد قد خلقتا في وقت انتشارهما آليات انتشار عدوى الأزمات . وكأن ثورة الاتصال التي ساعدت على ظاهرة العولمة قد أدت إلى عولمة عدوى الأزمات المالية التي تخلقها . ولم يقف الأمـر عنـد هـذا الحد ، ذلك أن المؤسسـات الدوليـة لم يكن لـديها الـوسـائل والأدوات لمواجهة هـذه الأزمة ، وعجـزت الوصفـات التقليدية عـن التصدي لها ، بل أدت في بعض الأحيان إلى تعمقها . ولم تقف الأزمـة عند حدود القطاع المالي والمؤشرات المالية ، ولكنهـا انتقلت إلى القطاع الحقيقي ، إلى قطاعات إنتـاج السلع والخدمات ، ووضعت اقتصاديات الدول التي تولـدت فيها الأزمة أو التي انتقلت إليها العدوى على مسار انكماش تزايدت حدته بمرور الوقت .

والمشكلة الأساسية أن هذه الأزمة قد حدثت في دول كان يشار إليها بالبنان بوصفها نموذجا تنمويا فريدا أطلق عليه تارة نموذج «النمور الناشئة» وأحيانا التجربة الآسيوية وأحيـانا دول المعجـزة ، فهل انهارت هـذه التجربـة وفشلت ؟ هل كنـا نعيش في وهـم خلقناه نحن بأنفسنا أو خلقتـه لنا تقارير ودراسات المؤسسات الـدولية كصندوق النقد الـدولي والبنك الـدولي ؟ مـا هي عـوامـل القـوة ومـواطن الضعف في هـذه التجـربـة الآسيـويـة؟ مـاهي هـذه الأزمـة ؟ وكيـف بـدأت ولماذا استمـرت ؟ مـا هي أسبـابها وجـذورها؟هل هي أزمـة من أزمات الصرف الأجنبي التقليـدية ؟ أم إنها تتخطى هـذا المفهـوم الضيق بكثير ؟ هل هي أزمـة مجموعـة من الـدول أم أزمة منظـوميـة؟ وما هـو المقصود بأزمة منظومية ؟ هل تتعلق ببنية هذا النظام المالي وآلياته وأجهزته ؟ لماذا تعمقت هـذه الأزمة وامتـدت جغرافيـا وزمنيا؟ مـا هي آليات العـدوى التي أدت إلى انتشارهـا إقليميـا وعـالميـا ؟ إلى أي مـدى لعـب التصرف المتهـور لكل من المقـرضين والمقترضين والمستثمرين ـ بنـاء على افتراض توافر تأمين ضد أنواع المخاطـر المختلفة ـ دورا في إذكاء هذه الأزمـة وتعمقها ، وهـي تصرفات تدخـل تحت عنوان «المخـاطر المعنـويةMoral Hazard »؟ هل يمكن لهذه الدول أن تتخطى هـذه الأزمة وهل لديها من العـوامل ما يساعـدها على ذلك ؟ هل هي قضيـة سياسات خـاطئة يجب تغييرهـا ؟ أم هي عيوب كامنـة في بنية هـذه الاقتصاديـات ؟ كيف تحولت لأزمة عـالمية ؟ هل يمكـن للعالم أن يتـوقى الانحدار في غيـاهب انكماش عميق ؟ وكيف ؟ هـذه أمثلة من بعض الأسئلـة التي تطرحها هذه الأزمة ، ولا شك أن محاولة الإجابة عليها يمثل خطوة هامة نحو فهم

هذه الأزمة وأسبابها وعوامل انتشارها وكيفية مواجهتها ، وتوفير الظروف لمنع تكرارها .

وفهم الأزمة المالية الآسيوية وأسبابها وآثارها هو الأساس لفهم الأزمة المالية العالمية ، ولا يمكن استيعاب الثانية دون دراسة متعمقة للأولى . ومن هنا كانت هذه المحاولة التي يمثلها هذا الكتاب لدراسة الأزمة المالية الآسيوية وآثارها في تولد الأزمة العالمية . وينطوي هذا الكتاب على دروس وعظات هامة للدول النامية ذات الأسواق الناشئة من حيث فهم واستيعاب أسباب الأزمة وجذورها وآليات عملها ونتائجها والسياسات التي تم اتخاذها لمواجهتها والأخطاء الفادحة التي ارتكبت في هذا الصدد، وعلى سبيل المثال فالأزمة تؤكد أن صحة المؤشرات الأساسية للاقتصاد الحقيقي ليست بذاتها مانعا لحدوث الأزمة ، إذ انفجرت الأزمة بالرغم من ارتفاع أغلب هذه المؤشرات ، كما توضح الدراسة الدور الهام والمحوري الذي لعبه الجهاز المصرفي قبل الأزمة وبعد حدوثها ، وكيف ترتب عليه جفاف السيولة وشح الائتمان تعمق الأزمة بعد انفجارها .

وتتمثل نواة هذا الكتاب في مذكرة قمت بإعدادها للدائرة الاقتصادية لبنك الكويت الصناعي في أكتوبر ١٩٩٧ ـ بعد انفجار الأزمة في أوائل يوليو ١٩٩٧ ـ حول «ماذا حدث في شرق وجنوب شرق آسيا ؟» ، ثم ألقيت محاضرة حول موضوع الأزمة المالية الآسيوية بدعوة من مركز بحوث التنمية بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية ـ جامعة القاهرة ـ في نوفمبر ١٩٩٧ ، وفي فبراير ١٩٩٨ نظم مكتب «الخبراء المتحدون» (المصري) دورة تدريبية لمدة يوم واحد لبعض قيادات العمل المصرفي المصري قمت خلالها بإلقاء محاضرة حول الأزمة المالية الآسيوية والدروس المستفادة منها ، كما أجريت حوارا مثمرا خلال ذلك اليوم مع الإخوة المتدربين ، كما أعد المكتب الاستشاري المذكور دورة أخرى ولمدة يومين في لبنان في شهر أغسطس ١٩٩٨ حول الأزمة المالية الآسيوية وانعكاساتها لبعض قيادات العمل المصرفي العربي قمت بالإعداد لها . وخلال الفترة المنصرمة منذ المذكرة الأولى في أكتوبر ١٩٩٧ وحتى اليوم استجدت أحداث كثيرة ، فقد اتسعت الأزمة وتعمقت في كوريا الجنوبية خاصة مع نهاية عام ١٩٩٧ وبداية عام ١٩٩٨ ، كما اتسع نطاقها وزادت حدتها في الدول التي نشأت فيها ، وهي تايلاند وماليزيا وأندونيسيا والفلبين ، كذلك شهدت نهايات عام ١٩٩٧ وعام ١٩٩٨ انتقال غبار الأزمة وآثارها الجانبية إلى مناطق أخرى كروسيا ودول أمريكا اللاتينية وبعض دول

أوربـا الغربيـة وأمريكـا الشمالية ، هـذا بجانب اتسـاع قاعـدة البيانـات والمعلومـات والدراسات حول هذا الموضوع ، وتعددت وجهات النظر لتفسير هذه الأزمة مما حدا بنا إلى إعادة دراسة وكتابة هذا الموضـوع في ضوء الحقائق الجديدة والدروس المستفادة . ولا يعني ذلك أن الأفكار الأسـاسية الواردة في المذكرة الأولى قـد تغيرت أو لم تعد صالحة في ضوء الحقائق والبيانات الجديـدة ، بل على العكس من ذلك فقد تأكدت هذه المفاهيم والأفكار وتدعمت .

وسوف نتنـاول في هذا الكتـاب انفجار الأزمـة وأبعادها فيما يتعلـق بأسواق الصرف وأسـواق رأس المال وسلوك المؤشرات الإجماليـة في الـدول التي نشأت فيها الأزمـة ، ثم نحاول دراسة البيئـة الدولية العامـة المحيطة بنشوء الأزمة حتى يمكن تفهـم هذه الأزمة وآلياتها والعوامل التي ربما تكون قد ساعـدت عليها ، ومراحل تطور الأزمة أي تسلسل أحداثها تباعـا خلال عامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ . ونحاول مـن ذلك دراسة طبيعـة هذه الأزمـة والعـوامـل التي أدت إليهـا ، أي جـذور هـذه الأزمـة ، أي العـوامل المتعلقـة بأساسيـات الاقتصاد الكلي والسيـاسة الاقتصـادية ، وتلك المتعلقة بنـواحي الضعف الهيكلية للنظام المالي والمصرفي ، ثم نعرج بعد ذلك لدراسة العوامل المساعدة على توسع الأزمة وتعمقها . ولم تقتصر الأزمة المالية على الـدول التي نشأت فيها ولكنها امتدت من خلال آثارها الجانبيـة وانتشار غبارها إلى أجزاء العالم المختلفـة وإن كان ذلك بدرجات متفاوتـة . وبالتالي كان علينـا دراسة آثار الأزمـة الجانبية ومدى انتشار هـذه الآثار على مناطق العالم المختلفة ، ومحاولة دراسة آليات انتقال العدوى ، أي الآليات التي انتقلت من خلال عدوى الأزمة إلى غير الدول التي نشـأت فيها . وفي النهاية نتعرض إلى بعض القضايا الحيـوية والمحورية التي أثارتها هذه الأزمـة على مستوى التحليل الاقتصادي ، وكـذلك الدروس المستفـادة من هذه الأزمـة ، وهل من الممكن في ظل عالم اليـوم منع تكرارها ؟

ولقد تلقيت في أثناء إعدادي لهذا الكتاب العديد من الخدمات ، أود أن أتقدم بوافر الشكر والتقدير لأصحابها ؛ فالسيد/ قطب غلام ـ أمين مكتبة بنك الكويت الصناعي ـ غمرني بتدفق مستمر من الكتابات والدراسات والأبحاث في موضوع الأزمة الآسيوية لم استطع اللحاق بـه . وقد سـاعدتني كل من السيـدة/ أمل القعود ــ المديرة المسـاعدة بالـدائرة الاقتصادية ببنك الكويت الصنـاعي ــ والسيدة/ رضـاب الرومي ــ البـاحثة

الأولى بالدائرة ـ في إعداد الرسوم البيانية الخاصة بأسعار صرف العملات بمؤشرات أسواق الأسهم في دول الأزمة وما عداها ، وكذلك الإشارة إلى بعض المراجع الهامة حول الموضوع . أما الآنسة/ نهيل أمين ـ الباحثة بالدائرة الاقتصادية ـ فقد شاركتني في إعداد المادة العلمية لهذا المؤلف ، وقامت بقراءة وتلخيص بعض المراجع الهامة ، كما استعنت بمذكرة أعدتها حول الأزمة الروسية ، وعلى الرغم من ذلك فتظل مسئولية الأفكار والآراء الواردة في هذا الكتاب هي مسئوليتي وحدي . وقد استعنت في هذا المضمار بالمراجعة اللغوية للأخ العزيز الأستاذ/ محمد شمس الدين عبد الحافظ ، فشكرا له على تخصيص بعضًا من وقته لهذا الغرض . كما قامت الآنسة/ صفية البخاري ـ سكرتيرتي الخاصة ـ بكتابة أصول هذا الكتاب وساعدتها في ذلك السيدة/ بتول عواضة السكرتيرة بالدائرة ، فشكرا خالصا لهما .

وأود أن أتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى السيد/ صالح اليوسف ـ رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب لبنك الكويت الصناعي ـ على تشجيعه وحفزه المستمر من أجل إصدار هذا الكتاب .

وأخيرا وليس آخرا ، فالفضل يعود أولا وأخيرا إلى زوجتي ورفيقة عمري لما تحملته وما زالت تتحمله من عناء وجهد من أجل توفير الإطار الملائم والبيئة المناسبة من أجل القيام بمهام البحث العلمي .

والله ولي التوفيق .

الكويت ١٩٩٩

الفصل الأول

انفجار الأزمة ومراحل تطورها

(أ) انفجار الأزمة :

يرى البعض أن أزمة جنوب شرق آسيا المالية وانهيار أسواق عملاتها تمثل حلقة في سلسلة متصلة الحلقات من أزمات أسعار الصرف، بدأت بتصاعد الضغوط المستمرة على نظام سعر الصرف الأوربي (ERM) ـ نتيجة للارتفاع المستمر في سعر صرف المارك الألماني وانخفاض الدولار ـ مما ترتب عليه انسحاب بعض أعضاء هذا النظام وعلى رأسهم كل من إنجلترا وإيطاليا عام ١٩٩٢ . وفي يناير ١٩٩٤ قامت كل من مؤسسة مودي ومؤسسة ستندرد آند بور بتنزيل الجدارة الائتمانية لتركيا بالنسبة للقروض طويلة المدى المقومة بالعملة الأجنبية مما ترتب عليه انهيار سوق الأسهم التركي بنسبة ٣٠ ٪ خلال ذات الشهر وتدهور سعر صرف الليرة التركية من ١٥,٠٠٠ ليرة للدولار الأمريكي إلى ٢٢,٠٠٠ ليرة للدولار الأمريكي فيما بين ١٩ يناير و ٢٦ يناير ١٩٩٤ أي انخفاض نسبته ٣١,٨ ٪، وهو انخفاض تبعته سلسلة من الانخفاضات الأخرى .

وفي ديسمبر ١٩٩٤ انفجرت الأزمة المالية في المكسيك حيث صاحبها تدهور حاد في سعر صرف البيزو المكسيكي وانهيار سوق المال فيها بشكل حاد، وهروب رءوس الأموال واندفاعها بسرعة نحو الخارج بدرجة كادت تهدد إخلال المكسيك بالتزاماتها الدولية لولا صندوق الإنقاذ الذي بلغت موارده ٤٠ مليار دولار أمريكي، وكان المساهم الرئيسي فيه حكومة الولايات المتحدة الأمريكية، وقد انتقلت عدوى الأزمة

المالية المكسيكية إلى دول أمريكا اللاتينية حيث شهدت أسواق تلك البلاد تدهورا حادا وسريعا، وأصبح هذا الانتقال يعرف باسم «آثار التاكيلا Tequila Effects »؛ والتاكيلا هي المشروب الروحي السائد في المكسيك وأمريكا اللاتينية ، كما انتقلت عدوى هذه الأزمة وإن كانت بصورة منخفضة للغاية إلى دول آسيا .

وفي الثاني من يوليو ١٩٩٧ أعلنت الحكومة التايلاندية ـ بعد محاولة مضنية من جانبها للحفاظ على سعر صرف البات ـ فك ارتباط البات بالدولار الأمريكي وتعويمه، وتبع ذلك انخفاض سعر صرف البات في ذات اليوم بنسبة ٢٠٪ ، وفي ١١ يوليو ١٩٩٧ انخفض سعر صرف البيزو الفلبيني ، في حين انخفض سعر صرف الرينجيت الماليزي في ١٤ يوليو، وسارعت الحكومة الإندونيسية في ذات الأسبوع بتوسيع نطاق تحرك سعر صرف الروبية الإندونيسية من ٨٪ إلى ١٢٪ ، وقد كان ذلك بداية لطريق التراجع الحاد لأسعار صرف عملات تلك الدول و إلى اتجاه نزولي تزايد في حدته يوما بعد يوم في مؤشرات أسعار بورصات الأوراق المالية هناك . وحقيقة الأمر ـ وهو أمر سوف نعود إليه فيما بعد ـ أن مؤشرات التدهور ـ لى عكس ما يعتقده الكثيرون ـ قد بدأت أولا في أسواق الأصول ، أي أسعار الأسهم والعقار ، ثم انتقلت إلى سوق الصرف الأجنبي . وقد انتقلت العدوى بمعدلات بطيئة في البداية ثم بمعدلات متسارعة بعد ذلك إلى أسعار صرف عملات كوريا الجنوبية وتايوان وسنغافورة وأخيرا سعر صرف دولار هونج كونج التي شهدت بورصة أوراقها المالية إنهيارا يوم ٢٢ أكتوبر ١٩٩٧ بلغ ٧٦٥,٣ نقطة أي ما يعادل نسبة ٦٪ في يوم واحد، مما أثار ذهول العالم ، كما امتد انتشار غبار الأزمة عبر المحيط الباسيفيكي إلى أسواق المال في أمريكا اللاتينية وأمريكا الشمالية حيث انخفض مؤشر أسعار الأسهم (داو جونز) في بورصة نيويورك في ٢٧ أكتوبر ١٩٩٧ بنسبة ٧,٢٪ خلال هذا اليوم .

وقد تعمقت الأزمة خلال شهري نوفمبر وديسمبر من عام ١٩٩٧ ويناير من عام ١٩٩٨ في كوريا الجنوبية حيث تدهور سعر صرفها ، كما تراجعت أسعار الأسهم في سوق أوراقها المالية ، وقد أدى ذلك إلى إخلال العديد من وحدات قطاع الأعمال الكورية عن الوفاء بالتزاماتها ، وقد انعكس ذلك على جهازها المصرفي الذي ظهر عجزه الشديد عن الوفاء بالتزاماته تجاه البنوك العالمية وهو ما اضطر الحكومة الكورية إلى

اللجوء إلى صندوق النقد الدولي لترتيب تشكيل صندوق إنقاذ لكوريا الجنوبية بلغ حجمه حوالي ٥٩ بليون دولار .

وشهد عام ١٩٩٨ وبوضوح انتقال غبار الأزمة خارج المنطقة الآسيوية وبدأت الآثار الجانبية لها في الظهور رويدا رويدا ، هذا بجانب تعمق هذه الأزمة في الدول الآسيوية التي نشأت فيها ، فاليابان ــ التي تمثل القاطرة التي تجر وراءها الاقتصاديات الآسيوية ـ تعيش منذ عام ١٩٩١ في غياهب انكماش اقتصادي لم تستطع الخروج منه حتى اليوم ، هذا بجانب انفجار أزمة الجهاز المصرفي والمالي بها هذا العام بأبعاد غير مسبوقة ، مما اضطر الحكومة إلى التدخل ببرنامج لإنقاذ البنوك اليابانية من عثرتها . وقد انتقل غبار الأزمة إلى الولايات المتحدة في صورة تأثير مباشر على تجارتها الخارجية في المنطقة . ومع نهاية الربع الأول من عام ١٩٩٨ بدأت عدوى الأزمة تنتشر في روسيا بمعدلات متباطئة ثم بمعدلات سريعة ومتلاحقة بعد ذلك ، حيث بلغت أوجها خلال يوليو وأغسطس وسبتمبر حين تدهور سوق الأوراق المالية بها وانحدر سعر صرف الروبل انحدارا شديدا مما اضطر الحكومة إلى وقف التعامل في الروبل وإيقاف قابليته للتحويل ، كما قامت الحكومة الروسية بالإخلال بالتزاماتها حيث أعلنت عن وقف سداد الدين الخارجي لمدة ٩٠ يوما وإعادة هيكلة الدين المحلي في أغسطس ١٩٩٨ ، وهكذا لم يكد العالم يفيق من آثار التاكيلا المكسيكي ، والساكي الياباني ، حتى وجد نفسه يترنح مرة أخرى تحت تأثير الفودكا « Vodka Effect » وهو المشروب الروحي الروسي . وكان تأثير الأزمة الروسية ـ التي هي في جزء كبير منها نتاج للأزمة الآسيوية ـ حادا على الولايات المتحدة الأمريكية حيث ظهرت بوضوح الآثار الجانبية للأزمة الروسية . فقد تأثر العديد من وحدات قطاع الأعمال في الولايات المتحدة التي كانت تتعامل وتستثمر في السوق الروسية سواء كانت هذه الوحدات مؤسسات مالية كالبنوك أو غير مالية كالشركات الصناعية ، مما أدى بهذه المؤسسات المالية والشركات الصناعية إلى شطب جزء كبير من أرباحها عن الربع الثالث لعام ١٩٩٨ ، وإلى تحقيق البعض الآخر خسارة كبيرة ، وكان رجع الصدى للأزمة الروسية واضحا في تدهور سوق الأسهم في بورصة نيويورك (وول ستريت) خاصة خلال النصف الثاني من أغسطس والنصف الأول من سبتمبر ١٩٩٨ ، وقد أدى اضطراب أسواق المال في الولايات المتحدة الأمريكية إلى تأثير سالب على العديد من صناديق الاستثمار التي تعمل في السوق

الأمريكية ، خاصة تلك المعروفة بصناديق التحوط أو التغطية الاستثمارية . ولم يقف الأمر عند هذا الحد إذ امتد تأثير الأزمة الروسية إلى أوربا الغربية نظرا للانكشاف الكبير لبعض المؤسسات المالية الأوربية على السوق الروسية ، كما انتقلت الأزمة إلى أمريكا اللاتينية حيث شهدت أسواقها المالية (أسواق الأسهم) تدهورا شديدا وانهيارا واضحا خلال شهري أغسطس وسبتمبر من عام ١٩٩٨ ، وكذلك أسواق عملاتها خاصة أسواق كل من البرازيل وفنزويلا .

وهكذا في الاجتماع السنوي المشترك لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي في أكتوبر ١٩٩٧ في هونج كونج ، وسمَت الأزمة المالية بأنها «أزمة آسيوية» وأحيانا بأنها «أزمة إقليمية»، أما في الاجتماع السنوي المشترك للمؤسستين العملاقتين في أكتوبر ١٩٩٨ وسمت الأزمة بأنها «أزمة عالمية» وبأنها ليست أزمة دول ، بل «أزمة نظام» أو أزمة منظومية . وقبل التطرق إلى مسلسل أحداث الأزمة وأبعادها فإنه من المفضل تناول البيئة العامة الدولية المحيطة بنشوء الأزمة والحقائق الأساسية المتعلقة بها حتى يمكن لنا استيعابها وفهم آلياتها .

(ب) البيئة العالمية المحيطة بنشوء الأزمة :

قبل الدخول في تحليل الأزمة وتتبع أحداثها نود أن نشير في عجالة إلى بعض الحقائق الأساسية التي تمثل البيئة العامة المحيطة بنشوء الأزمة .

١- لابد أن نعي وبدقة حقيقة العلاقة ومدى الارتباط بين سوق العملات وسوق الأوراق المالية (أو سوق الأصول المالية أو أسواق الأصول بصورة عامة) حتى يمكن تفهم آليات الأزمة واتجاه حركتها . ذلك أن العمل على فتح أسواق المال المحلية أمام رءوس الأموال الأجنبية وتشجيعها وخلق الحوافز لتدفقها إلى الداخل من أجل التعامل في هذه الأسواق يتطلب عمل بعض الترتيبات الخاصة بقابلية العملة المحلية للتحويل Convertibility لغير المقيمين حتى ولو لم يتم تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات الخارجي بالكامل ، فترتيبات قابلية تحويل العملة المحلية لغير المقيمين هي ضمان الخروج لرءوس الأموال في أي وقت تشاء وهي في ذات الوقت آلية الارتباط بين سوق العملات الأجنبية (سوق الصرف الأجنبي)

وأسواق الأوراق المالية . فالعائد على الاستثمار لغير المقيم (المستثمر الأجنبي في هذه الحالة) يتوقف بشكل كبير على سعر الصرف وحركته ـــ وهو ما يعرف بمخاطر أسعار الصرف ـ فإذا حدث لأي سبب من الأسباب ظهور عجز مفاجئ في ميزان المدفوعات أو تفاقم حجم العجز الحالي بشكل غير متوقع أو ارتفاع في معدلات التضخم بحيث يبدو معه أن تخفيض سعر صرف العملة المحلية آت لا محالة ، فإن ذلك قد يفجر أزمة تتخذ شكل موجات كبيرة لبيع الأصول المالية بما فيها الأوراق المالية كالأسهم ، وذلك بهدف الخروج برءوس الأموال إلى الخارج خوفا من تدهور العائد عليها نظرا لانخفاض سعر صرف العملة المحلية . وتؤدي هذه الموجات من مبيعات الأصول المالية إلى الانخفاض الحاد ـ يتوقف الأمر في النهاية على حجم المبيعات ـ في أسعار الأسهم والأوراق المالية من ناحية ، كما تمثل ضغوطا على سوق الصرف الأجنبي من أجل تحويل رءوس الأموال إلى العملة الأجنبية حتى يمكن أن تتحقق عملية الخروج من ناحية أخرى . هذه الضغوط قد تدفع إلى تخفيض سعر صرف العملة المحلية . وتجدر الإشارة هنا إلى أن تخفيض سعر صرف العملة المحلية من شأنه أن يثير التوقعات باحتمال تكرار عملية التخفيض من ناحية ، كما أنه يرفع من تكلفة التحويل للعملة الأجنبية ومن ثم يمثل خسارة للمستثمر أو المتعامل في السوق المالي المحلي عند الخروج منها من ناحية أخرى . كذلك فإن محاولة التصدي لانخفاض سعر صرف العملة المحلية عن طريق رفع سعر الفائدة المحلية ـ بهدف تعويض المستثمر عن خسارته الناجمة عن تدهور سعر الصرف ـ قد يدفع إلى موجة أخرى من مبيعات الأسهم في سوق الأوراق المالية ، ذلك أن رفع سعر الصرف عن طريق استخدام جزء من الاحتياطي الرسمي بالعملات الأجنبية ـ أي من خلال شراء العملة المحلية ومزيد من عرض العملة الأجنبية ـ وبالتالي تآكل نسبة هامة من هذا الاحتياطي في مدى زمني قصير نسبيا ، قد يولد موجة تشاؤمية خاصة بالمستقبل مما يدفع إلى حركة جديدة من مبيعات الأوراق المالية وبالتالي محاولة الخروج من السوق المحلي ومن ثم زيادة الضغوط التي لابد أن تؤدي إلى تخفيض سعر الصرف . ذلك أن رصيد الاحتياطي من العملات الأجنبية لدى السلطات النقدية هو أحد المؤشرات الأساسية المهمة التي تتابعها المؤسسات المالية الدولية وكبار المستثمرين الدوليين من أجل ترتيب الجدارة الائتمانية والاستثمارية

للدول ، وبالتالي فإن تدهور هذا الاحتياطي قد يدفع هذه المؤسسات إلى إعادة النظر في ترتيب الجدارة الائتمانية أو الاستثمارية لدولة ما ، وهو ما قد يفجر أزمة جديدة تتخذ شكل موجة خروج من أسواق المال المحلية وبالتالي ممارسة الضغوط على سعر الصرف وسوق الصرف مما يدفع سعر صرف العملة المحلية نحو الانخفاض . وخلال الأزمة الآسيوية لعب مؤشران هامان جديدان دورا فعالا في التأثير على ترتيب الجدارة الائتمانية والاستثمارية وعلى ثقة المستثمرين وتوقعاتهم ألا وهما نسبة الاحتياطي الرسمي بالعملات الأجنبية إلى عرض النقود (السيولة المحلية)، ونسبة الاحتياطي الرسمي بالعملات الأجنبية إلى المديونية الخارجية قصيرة الأجل . وسوف نتناول هذين المؤشرين تفصيلا فيما بعد .

٢- حقق النظام الاقتصادي العالمي في العقدين الأخيرين تغيرات جذرية هامة في بنية هذا النظام ، ولعل من أهم هذه التغيرات ما يطلق عليه ظاهرة العولمة . ونحن نهتم هنا بعولمة النشاط المالي وما تعنيه من اندماج أسواق المال العالمية . وقد بدأت بذور هذه الظاهرة في نهاية الستينيات واتسع نطاقها في السبعينيات وتسارعت وتائرها في الثمانينيات حتى بدأت تأخذ سماتها الرئيسية في التسعينيات . ولقد بدأت هذه الظاهرة بنشأة سوق اليورو دولار واتساعه ، ثم سياسات تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات وتحقيق القابلية للتحويل لأغراض هذا الحساب في الثمانينيات ومن ثم تحرير تحركات رءوس الأموال عبر الحدود خاصة بالنسبة للدول المتقدمة ، هذا بجانب تزايد عدد الدول التي حققت القابلية للتحويل لأغراض الحساب الجاري . وهكذا شهدت السبعينيات تحركات ضخمة لرءوس الأموال عبر الحدود مقارنة بالفترات السابقة . وشهد عقد الثمانينيات تغيرات هامة تتمثل أولاها في عمليات الإصلاح الهيكلية في أسواق المال في الدول المتقدمة من حيث قواعدها وإجراءاتها التنظيمية والمالية ، بجانب ذلك تم السماح للمؤسسات المالية المحلية بالتعامل في الأدوات المالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل المقومة بالعملات الأجنبية [1]، كما شهد هذا العقد دخول اليابان في السوق المالي الدولي . وقد ساعدت هذه التطورات على زيادة حجم التدفقات من رءوس الأموال عبر الحدود بشكل غير مسبوق . إلا أن الأمر لا يقف عند هذا الحد ، ذلك أن التطور الذي اتخذ سبيله في تكنولوجيا وسائل الاتصال وفي الحاسب الآلي وما يتصل به من

منتجات قد لعب الدور الرئيسي في تسهيل وتسريع عملية عولمة النشاط المالي بحيث ساعد على حدوث توسع غير مسبوق في التدفقات المالية عبر الحدود وداخل الدولة الواحدة . وترتب على هذه التطورات التكنولوجية في وسائل الاتصال وتكنولوجيا الحاسب الآلي التوسع الأفقي والرأسي (العمق) للأسواق المالية بحيث لم تجد الحكومات مناصا من ضرورة تحرير هذه الأسواق وفك القيود الواردة على حركتها وتعاملاتها . هذا من ناحية ، ومن ناحية أخرى فقد ساعد التطور الهائل في وسائل الاتصال وفي تكنولوجيا المعلومات على تنمية وتطوير عدد من الأدوات المالية بعضها بالغ التعقيد والتركيب يعرف باسم المشتقات المالية Financial Deri-viatives كالمقايضة أو المبادلة ، والخيارات ، والعقود الآجلة والعقود المستقبلية والتوقي أو التحوط . . . إلخ ، إذ لم يكن من الممكن لهذه الأدوات أن تنتعش دون هذا التقدم الهائل في تكنولوجيا وسائل الاتصال والمعلومات التي حدثت في العقود السابقة[٢] .

ففي المجتمعات القديمة كان تحرك المعلومات وانتقالها بطيئا للغاية ، حيث كان هذا الانتقال مقيدا ببدائية وسائل الاتصال ، ولقد كانت الأزمات المالية في بداية القرن التاسع عشر ـ خاصة تلك التي ارتبطت بالحروب النابليونية ــ ترتبط بالأحداث العسكرية والأحداث الأخرى المشابهة لها التي تتم في أماكن بعيدة . وكان من الممكن للمركز المالي لأي مستثمر أن يتأثر تأثرا واضحا سلبا أو إيجابا بنتيجة موقعة عسكرية ثم لا يدري هو عن هذا التغيير في مركزه المالي إلا بعد مرور فترة زمنية قد تمتد . و تسارع تطور وسائل الاتصال في النصف الثاني من القرن التاسع عشر، ونظر الجميع إلى تركيب أول خط تلغرافي بين لندن ونيويورك عام ١٨٦٦ على أنه قفزة تكنولوجية هامة . ذلك أن أسعار الأوراق المالية في بورصة نيويورك كانت تنتقل عن طريق السفن من ميناء نيويورك إلى ميناء لندن ، وهي رحلة كانت تستغرق أسبوعا أو أكثر ، يلي ذلك اتخاذ القرارات الخاصة بالبيع والشراء وعودتها عن طريق السفن مرة أخرى . أما بعد هذا الخط فقد كان انتقال المعلومات واتخاذ القرارات وعودتها يستغرق حوالي ٢٤ ساعة زمنية ، إلا أن سرعة تطور وسائل الاتصال في القرن التاسع عشر كان بطيئا بطء السلحفاة إذا قورن بمعدلات اليوم ، ذلك أن عالم أسواق المال اليوم يتسم بما يمكن أن يسمى

بالاتصال اللحظي .Instant Communication وهكذا أدت الثورة التكنـولوجية الحديثة إلى الانتقال من عالم الماديات ، أي عالم السلع ، إلى عالم الرموز والمفاهيم ، فـزادت نسبة النـاتج المحلي المتـولـدة في العمل والنشاط الـذهني والفكـري ، كما أصبحت البليـون دولار مجرد رقم على شاشـة الحاسب أو مجرد ومضة كهـربائيـة ، وبالتالي أصبحت قادرة على التحرك وبسرعـة مع قدرة خارقة على تغيير اتجاهها بين لحظة وأخـرى على مدى الأربع والعشرين سـاعة تستطيع خـلالها أن تجوب أسواق المال العالمية جيئة وذهابا .

وقد كان سـوق الصرف الأجنبي هو أول الأسواق المالية التي تكـاملت واندمجت بحيث أصبح سوقـا واحدا ، كما تصـاعد حجم التعـامل فيه بمعـدلات سريعة ، ووصل إلى أرقـام قد يصعب تصـورها نظـرا لهذا التطور الهائل في وسـائل الاتصال وتكنولوجيـا المعلومات . وحتى يمكن تصور حجم التعـامل في هذا السوق يكفي أن نشير إلى أنه في عام ١٩٧٧ بلغت القيمة السوقية للصادرات العالمية ٣ , ١ تريليون دولار أمريكي ، في حين بلغ حجم التعـامل في سوق الصرف الأجنبي ٦ , ٤ تريليون دولار أمريكي على مـدار العام ، وهـو ما يعني أن قيمـة الصادرات تمثل ٢٩٪ من حجم التعـامل في سـوق الصرف الأجنبي . أمـا في عـام ١٩٩٥ فقـد بلغ حجم الصادرات العالمية ٨ , ٤ تـرليـون دولار أمـريكي ، في حين بلغ حجم التعـامل في سـوق الصرف الأجنبي ٣٢٥ تريليـون دولار أمريكي وبالتالي فإن قيمـة الصادرات بلغت نسبة ٥ , ١٪ من حجم التعـامل في سوق الصرف الأجنبي . بمعنى آخـر أنه مـن بين كـل ١٠٠ دولار أمـريكـي يتم التعـامل بها في أسـواق الصرف الأجنبي يستخدم فقط ٥ر١ دولار أمريكي لغرض تمويل الصادرات من السلع والخدمات ، في حين يستخدم الباقي وقدره ٥ , ٩٨ دولار أمريكي لأغراض الاستثمار والمضاربة . ومن الحقائق المهمة الأخرى التي يجب التأكيـد عليها هنا أنه في عام ١٩٧٧ بلغت الاحتيـاطيات الـرسميـة من النقـد الأجنبي على مستوى العـالم ٢٢٦ بليون دولار أمريكي ، في حين بلغ حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي ١٨ بليون دولار أمـريكي ، أمـا في عـام ١٩٩٥ فقـد بلغ حجم التعامـل اليومي في أسـواق الصرف الأجنبي ٣ , ١ تريليون دولار أمريكي ، في حين بلغت الاحتياطيات الرسمية من العملة الأجنبية على مستوى العالم ٢ , ١ تريليون دولار[٣] وتعني الأرقام السابقة

أنـه من الصعب على البنوك المركـزية سـواء بمفردهـا أو مجتمعة أن تحارب الجهـود المتكاتفـة لكبار المضـاربين للتأثير على اتجاه سعر الصرف لعملـة معينة . ذلك أن صناديـق الاستثمار التي يقع تحت تصرفها هـذا الكم الهـائل من الأمـوال تسـتطيع الحصـول علـى بلايين الـدولارات وبتكلفـة منخفضـة ـ أو حتى بـدون تكلفـة ـ لتحركها ذهـابا وإيابا عبر العالم في لمح البصر ، وقـد بلغ هذا التحرك ١,٥ ترليون دولار أمريكي في يوم واحد . وليس غـريبا أن يطلق البعض على المضارب في سوق الصرف الأجنبي اصطلاح المستثمـر الاستخراجي Extractive Investor ، ذلك أنه يستخرج الأرباح من النشاط المنتج للآخرين .

وحتى يمكن تصـور حجم القفـزة في انسياب وتـدفق رءوس الأمـوال عبر الحدود ، نذكر على سبيل المثـال تدفقات الاستثمار الأجنبـي المباشر FDI إلى الخارج حيـث قفـزت من متوسط قـدره ٣٥,٣ بليـون دولار أمـريكي عن السنـوات من ١٩٧٥ وحتى١٩٧٩ إلى ٢٢٢,٤ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٠ ، وفي حين بلغ متوسط تـدفقـات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الـداخل عن السنـوات ١٩٧٥ - ١٩٧٦ ٢٦,٩بليون دولار أمريكي قفز هذا المتوسط إلى ١٧٩,٦ بليون دولار أمريكي لعام ١٩٩٠ . كـذلك تشير بيـانـات تدفقـات رأس المال المالي إلى الخارج أو مـا يجري العرف على تسميته تدفقات رأس المال للمحافظ الاستثمارية Portfolio Capital وهـو رأس المال الذي يتـوجـه من أجل الاستثمار في الأصـول المالية ، قـد قفـز من متوسط قدره ١٢,٤٥ بليون دولار أمريكي عن السنوات ١٩٧٥ـ١٩٧٦ إلى ٢٧٧ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩١ ، في حين قفز حجـم التدفقات إلى الـداخل من متوسط قدره ٢٥ بليون دولار أمريكي عامي ١٩٧٥ - ١٩٧٩ إلى ٣٨٨ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩١[٤] .وقفز حجم الاقتراض عن طريق إصدار السندات الدولية من ٣٨ بليون دولار أمريكي ١٩٨٠ إلى ٢٢٩ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٠ . كذلك قفـز سوق التعامل في المشتقـات المالية من ٦١٨ بليون دولار أمـريكي عام ١٩٨٦ إلى٩,٩ ترليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦[٥]، هذا باستبعاد سوق المقايضة سواء في مجال أسعـار الفائدة أو العمـلات الأجنبية والذي بلـغ في المتوسط ١٥,٥ ترليون دولار أمريكي ١٩٩٦ مقارنة بصفقات بلغت ١,٠٤ ترليون دولار أمريكي عام ١٩٨٦ . وقـد زاد حجم الصفقـات التي تتم عبر الحدود في الأسـواق الماليـة

(الأسهم والسندات) من ٨, ٢٪ من الناتج الإجمالي الأمريكي عام ١٩٧٠ إلى ١٥١٪ من الناتج القومي الأمريكي عام ١٩٩٥ ، أما بالنسبة لليابان فقد تصاعدت هذه النسبة من لاشيء عام ١٩٧٠ إلى ١٢٠٪من الناتج القومي الياباني عام ١٩٩٥ مقارنة بنسبة ٥ , ١٪من الناتج القومي الياباني عام ١٩٧٥[٦] . وتوضح المؤشرات السابقة القفزة الهائلة في حجم انسياب رءوس الأموال عبر الحدود وسرعة هذا الانسياب .

٣ ـ أدى نمو صناديق المعاشات Pension Funds وصناديق الاستثمار الأخرى خاصة الصناديق المشتركة Mutual Funds في الدول الصناعية إلى تزايد فرص جذب رءوس الأموال إلى أسواق الأوراق المالية وإلى تزايد هذه الفرص في المستقبل. وتبلغ قيمة أصول صناديق المعاشات بالدول الصناعية الكبرى ما يزيد على ١٠ ترليون دولار أمريكي ، في حين تصل قيمة أصول الصناديق المشتركة في الولايات المتحدة إلى ٣,٥ ترليون دولار أمريكي مقارنة بأصول قيمتها ٤,٥ ترليون دولار أمريكي للجهاز المصرفي الأمريكي ، ومن المتوقع أن تتخطى أصول الصناديق المشتركة أصول الجهاز المصرفي عام ٢٠٠١ . وتجدر الإشارة هنا إلى بعض صناديق الاستثمار الأخرى مثل صناديق التحوط أو التغطية الاستثمارية Hedge Funds وهي صناديق تلعب اليوم دورا فعالا في أسواق المال سواء للدول المتقدمة أو الدول الناشئة ، وتختلف تقديرات رءوس أموالها ، وتشير التقديرات المتحفظة إلى أن رءوس أموالها تبلغ في مجموعها ١٠٠ بليون دولار . وإذا أضفنا أصول صناديق التغطية الاستثمارية إلى أصول الصناديق المشتركة فإنها تتخطى أصول الجهاز المصرفي في الوقت الراهن . وقد تزايد حجم التدفقات السنوية عبر الحدود إلى أسواق الأسهم الناشئة من ٣,٣ مليار دولار عام ١٩٨٦ إلى ١٥,٨ مليار دولار عام ١٩٩١ ، ثم قفز إلى ٦٢ مليار دولار عام ١٩٩٢.

٤ ـ استطاعت كل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة الدخول في دورة انتعاش بعد انكماش عامي ١٩٩٠ و ١٩٩١ ، إلا أن اليابان دخلت منذ ذلك التاريخ في غياهب انكماش تزايد عمقه بمرور الوقت حتى اليوم ، وكذلك الأمر بالنسبة للدول الأوربية فقد عانت هي الأخرى ـ باستثناء المملكة المتحدة ـ من انكماش حركة

النشاط الاقتصادي وعجزت هي الأخرى عن الخروج منه وإن كانت حدة انكماشها تخف كثيرا عن حدة الانكماش الياباني . وهكذا اتسمت سنوات التسعينيات الأولى ببيئة مالية عالمية يسودها فائض كبير في السيولة مع انخفاض أسعار الفائدة وسهولة كبيرة غير مسبوقة في الحصول على الأموال اللازمة التي يرغب فيها المقترضون . ولاشك أن تصاعد النمو خلال عام ١٩٩٤ في الولايات المتحدة بجانب السياسة النقدية المتشددة التي اتبعها بنك الاحتياط الفيدرالي أدى إلى تقليص حجم هذا البالون إلى حد ما ، إلا أن تراخي النمو خلال عامي ١٩٩٥ ـ ١٩٩٦ قد أدى مرة أخرى إلى تزايد هذه السيولة التي اتجهت إلى أسواق المال في الدول الناشئة . ويرى البعض أن هذه السيولة قد بدأت تخف حدتها مع النصف الأول لعام ١٩٩٧ حيث تصاعدت وبوتائر متسارعة معدلات النمو وحركة النشاط الاقتصادي الأمريكي وكذلك في أوربا .

(جـ) تسلسل أحداث الأزمة ومراحل تطورها : (٧)

١٩٩٧

٢٣ يناير انهيار هانيوستيل ، وهو مجمع صناعي كوري ضخم في ظل عبء قروض بلغت ٦ بلايين دولار أمريكي ، وهو الحلقة الأولى في سلسلة حلقات فشل بعض الشركات والمجمعات الصناعية الكبرى في كوريا والمعروفة باسم «تشاي بول» خلال عام ١٩٩٧ . كذلك تعرض البات التايلاندي لضغوط في أوائل عام ١٩٩٧ تمت مواجهتها عن طريق التدخل في كل من السوق الفوري والسوق الآجل .

١٤ ـ ١٥ مايو تعرض البات التايلاندي لضغوط كبيرة بواسطة المضاربين ـ تدخل كل من تايلاند وسنغافورة سويا للدفاع عن البات . قيام السلطات التايلاندية بفرض بعض القيود التي تهدف إلى فصل السوق المحلي(On Shore المقيم) عن السوق غير المقيم Off Shore ، وعلى الرغم من ذلك تستمر الضغوط ـ قيام البنك المركزي الفلبيني برفع سعر الفائدة ليوم واحد بنسبة ٧٥ , ١٪ إلى ١٣٪ .

٢٧ يونيو إغلاق فاينانس ون ، وهي أكبر شركة مالية في تايلاند مع ١٥ شركة مالية أخرى .

٢ يوليو تخلي الحكومة التايلاندية عن ربط البات بالدولار الأمريكي (تعويم البات) اتساع الضغوط وانتقالها إلى البيزو الفلبيني والرينجيت الماليزي والروبية الإندونيسية .

١١ يوليو سماح البنك المركزي الفلبيني للبيزو بالتحرك في نطاق أوسع غير محدود. اتخاذ الحكومة الإندونيسية قرارا بتوسيع نطاق تحرك سعر صرف الروبية من ٨٪ إلى ١٢٪ .

١٤ يوليو تخلي البنك المركزي الماليزي عن الدفاع عن الرينجيت ـ قيام صندوق النقد الدولي بتوفير مساعدة مالية للفلبين قدرها ١,١ بليون دولار أمريكي طبقا لبرنامج الإنقاذ السريع الذي تم استخدامه بعد الأزمة المكسيكية عام ١٩٩٥.

٧ أغسطس وصول مؤشر أسعار الأسهم في بورصة هونج كونج إلى ذروته ، أما في تايوان فقد وصل إلى هذه الذروة في ٢٦ أغسطس .

١٤ أغسطس إلغاء إندونيسيا لنظام سعر الصرف الثابت وتعويم الروبية الإندونيسية ، انخفاض سعر صرف الروبية الإندونيسية في الحال .

٢٠ أغسطس اتفاق كل من الحكومة التايلاندية وصندوق النقد الدولي على خطة إنقاذ لتايلاند ، يصل حجم برنامج الإنقاذ إلى ١٧,٢ بليون دولار أمريكي شاملا قروض صندوق النقد وقروض الدول الآسيوية الأخرى . يتم صرف ٣,٩ بليون دولار أمريكي منها فورا .

١٧ أكتوبر توقف السلطات النقدية عن دعم الدولار التايواني الجديد ، الذي ينخفض سعر صرفه بنسبة ٦٪ وتصاعد الضغوط على كل من الدولار الهونج كونجي وسوق الأسهم في هونج كونج .

٢٠ ـ ٢٣ أكتوبر ضغوط المضاربين على دولار هونج كونج مما يؤدي إلى ارتفاع حاد في أسعار الفائدة للدفاع عن استمرار ربط سعر صرف دولار هونج كونج

بالدولار الأمريكي ـ تعرض سوق الأسهم في هونج كونج لانخفاض حاد ـ حيث ينخفض يوم ٢٢ أكتوبر بنسبة ٦٪ ويصل انخفاض مؤشر هانج سنج إلى نسبة ٢٣٪ خلال ثلاثة أيام ـ تصاعد الضغوط على الوون الكوري .

٢٧ أكتوبر انخفاض حاد في أسعار الأسهم في الولايات المتحدة ، انخفاض مؤشر داو جونز بنسبة ٧٪ خلال يوم واحد ـ انتقال العدوى إلى أسواق أمريكا اللاتينية وتدهور أسواق الأسهم بها خاصة البرازيل وفنزويلا .

٣١ أكتوبر إعلان صندوق النقد الدولي عن برنامج إنقاذ متعدد الأطراف لإندونيسيا يصل حجمه إلى ٢٣ بليون دولار أمريكي ، وسوف يوفر البرنامج مساعدات تصل قيمتها إلى ٤٠ بليون دولار أمريكي إذا أدخلنا في الحساب الالتزامات الثنائية في ظل خط الدفاع الثاني ـ بعد ضغوط مكثفة في سوق الرياس البرازيلي ، يقوم البنك المركزي البرازيلي بمضاعفة تدخله في سوق صرف الرياس للحد من انخفاضه .

١ نوفمبر قيام الحكومة الإندونيسية بإغلاق ١٢ مصرفا على أساس أنها تعاني من مشكلة ملاءة ـ تتم هذه الخطوة بناء على نصيحة الصندوق .

٥ نوفمبر قرض من صندوق النقد الدولي إلى إندونيسيا قدره ١٠,١ بليون دولار أمريكي ، يتم صرف ٣ بلايين دولار أمريكي منها فورا .

١٠ نوفمبر ارتفاع سعر الفائدة بنسبة ٧٪ في روسيا ، كذلك، أعلنت السلطات الروسية توسيع نطاق التدخل في سوق الروبل من + ٥٪ إلى + ١٥٪ .

٢٠ نوفمبر ارتفاع نطاق التحرك اليومي للوون الكوري من+ ٢,٢٥٪ إلى + ١٠٪ .

٢١ نوفمبر طلب كوريا قرضا من صندوق النقد الدولي .

٣ ديسمبر توقيع اتفاق بين كوريا الجنوبية وصندوق النقد الدولي لبرنامج للمساعدات يوفر في مجموعه مساعدات قدرها ٥٧ بليون دولار أمريكي .

٨ ديسمبر قيام الحكومة التايلاندية بالإغلاق النهائي لعدد ٥٦ شركة مالية من الشركات المالية التي سبق إيقافها قبل ذلك والبالغ عددها ٥٨ شركة مالية.

١٦ ديسمبر تعويم الوون الكوري .

١٩٩٨

٦ يناير إعلان الحكومة الإندونيسية عن موازنة عام ١٩٩٨ / ١٩٩٩ التي تقوم على عدد من الفروض تبتعد كثيرا عن الواقع ، مما يؤدي إلى انخفاض سعر صرف الروبية انخفاضا حادا .

١٢ يناير انهيار بريجرين ، وهو أكبر بنك استثماري في هونج كونج (الصين) باعتباره ضحية لديون غير منتظمة ومتعثرة لمدينين إندونيسيين ـ انخفاض أسعار الأسهم بشكل حاد في سوق هونج كونج (الصين) وسوق سنغافورة .

٢٣ يناير إعلان إندونيسيا عن موازنة جديدة معدلة لعام ١ ١ / ١٩٩٩ تعكس توصيات صندوق النقد الدولي ، ويتوقع مشروع الموازنة أن يكون معدل النمو خلال العام المالي ١٩٩٨ صفرا ، ومعدل التضخم ٢٠٪ ، وسعر صرف الروبية ٥٠٠٠ روبية للدولار الأمريكي ، في هذا اليوم يتدهور سعر صرف الروبية إلى ١٢٠٠٠ روبية إندونيسية للدولار .

٢٧ يناير إعلان إندونيسيا عن تجميد مؤقت لخدمة الشركات (وحدات قطاع الأعمال الخاص) لديونها .

٨ ـ ٢٢٩ يناير اتفاق بين كوريا والبنوك العالمية الدائنة على خطة لتحويل القروض قصيرة الأجل للقطاع الخاص وقدرها ٢٤ بليون دولار أمريكي إلى قروض خاصة مضمونة من الحكومة الكورية بأسعار فائدة عائمة تتراوح بين نسبة ٥ , ٢٪ إلى ٧ , ٢٪ فوق سعر الفائدة ليبور (وهو سعر الفائدة الذي يتم التعامل به بين البنوك الخمس الكبرى في لندن) ـ قيام مؤسسات

تقييم وترتيب الجدارة الائتمانية برفع ترتيب كوريا في مجال المخاطر السيادية ، كما بدأ الوون في الانتعاش واستمر في الارتفاع حتى نهاية مارس ١٩٩٨.

٩ ـ ١٣ فبراير خطة إندونيسية لإنشاء مجلس للعملة Currency Board يهدف لتثبيت سعر صرف الروبية الإندونيسية . وقد اعترض على هذه الخطة كل من صندوق النقد الدولي وقدم تحذيرا شديدا بعدم إنشاء هذا المجلس ، كذلك اعترضت كل من منظمة التعاون الاقتصادي وبعض الحكومات الدائنة لإندونيسيا على أساس أن من شأن هذه الخطوة زعزعة الثقة في النظام المالي الإندونيسي .

٢٦ فبراير التفاوض بين الدائنين (المقرضين) لإندونيسيا والمقترضين لإعادة جدولة ديون القطاع الخاص بالعملة الأجنبية والبالغة ٧٠ بليون دولار أمريكي .

٤ مارس موافقة صندوق النقد الدولي على صرف الجزء الثاني من برنامج الدعم لتايلاند ويطلب من الحكومة التايلاندية الاستمرار في تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي مع استعداده للتنازل عن بعض أهداف السياسة الاقتصادية التي سبق موافقته عليها ـ ارتفاع سعر كل من البات التايلاندي ومؤشر أسعار الأسهم في بورصة بانكوك خلال شهر مارس نظرا لتحسن الثقة في السوق .

٢٣ مارس قيام الحكومة الإندونيسية برفع سعر الفائدة بشكل حاد لوقف التضخم من ناحية وللدفاع عن الروبية الإندونيسية من ناحية أخرى ، وهو أحد متطلبات صندوق النقد الدولي . كذلك تخلت الحكومة الإندونيسية عن خطتها لفرض ضريبة نسبتها ٥٪ على شراء العملة الأجنبية ـ زيادة سعر صرف الروبية في أعقاب رفع سعر الفائدة .

٢٣ مارس إعلان الرئيس بوريس يلتسين أن عملية الإصلاح الاقتصادي تسير ببطء شديد وقيامه بإقالة رئيس الوزراء تشيرنوميردين ، وتعيين وزير غير معروف بدلا منه هو سيرجي كيرينكو على رأس الحكومة الجديدة ـ قيام العديد من المستثمرين بمحاولة الخروج من سوق الأسهم الروسية نظرا

لتراجع ثقتهم بشكل ملحوظ نتيجة للانخفاض الشديد في أسعار النفط الخام ونتيجة للأزمة المالية الآسيوية .

١ ـ ٣ إبريل تراجع أسعـار الأسهم في بورصـات آسيا يـوم أول إبريل (الأربعـاء) نظرا لشيوع الاعتقاد بتعمق الآلام الاقتصاديـة للمنطقة ، كما تراجعت أسعار الأسهم في بورصـة وول ستريت ، واستمرت موجـات البيع في الثاني من إبريل دافعـة مؤشرات الأسعار إلى أسفل ، وزاد من حدتها ظهـور سلبية بعض مؤشرات الثقـة في الاقتصاد اليـاباني (بـواسطة البنك المركـزي) مما أدى إلى انخفاض مؤشر نيكي بنسبة ٢,٣٪ واستمر الانخفاض في اليوم الثالث من إبـريل بنسبة٢,١٪ نظرا لتخفيض الجدارة الائتمانية لليـابان بالنسبة للقروض الحكومية (السيادية) .

٨ إبريـل إعلان الحكومة الإندونيسية عن توصلها إلى اتفاق مع صندوق النقد الدولي بشأن حـزمة جـديدة من سيـاسات الإصـلاح الاقتصادي تنطـوي على أهداف جـديدة وسـوف يتم مراقبـة تنفيذهـا بواسطـة الصندوق لضمان الالتزام . لابد من موافقة مجلس إدارة الصندوق على الاتفاق حتى يمكن صرف ما مقداره ٣ بلايين دولار كقرض لتعديل أوضاع ميزان المدفوعات الأنـدونيسي . وسـوف يسمح هـذا القـرض بصرف عـدد من بـلايين الدولارات الأخرى كمساعدات ل إندونيسيا في ظل برنامج صندوق النقد الدولي لإنقـاذ إندونيسيـا البالـغ حوالي ٤٠ بليـون دولار ، والـذي تم الاتفاق عليه في شهر أكتوبر ـ إعلان التقديرات عن احتمالات انخفاض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة ٤٪ خلال السنة المالية التي تبدأ في الأول من إبريل ١٩٩٨ ، في حين كان التقـدير في ينـاير ١٩٩٨ أن معدل النمو سوف يكون صفـرا ـ كذلك بلغت تقديـرات التضخم حوالي ١٧٪ حين كان التقدير في يناير هو احتمال وصولها إلى ٢٠٪ .

٩ إبريـل إعلان اليـابان عن قيـامها بصرف ١٠ تريليونات ين جديدة من الإنفاق العام الجديد كجزء من الجرعة المنشطة ـ شاملة ٤ تريليونات ين ياباني تمثل حجم الانخفـاض في الضرائب على الـدخل ـ وصـول سعـر الصرف إلى ١٣١ ين للدولار .

١٦ إبريل اهتزاز سوق كل من ماليزيا وسنغافورة نظرا للارتباطات القوية بينهما وذلك لتخوف المستثمرين من زيادة عدد الشركات الخاسرة أو الشركات القابلة للإفلاس في ضوء إعلان أكبر شركة قابضة في ماليزيا وهي تملك أكبر شركة مالية في ماليزيا عن تحقيق خسارة لأول مرة خلال العام المالي ١٩٩٧ - قيام ١٤ ألف عامل من عمال نقابة عمال شركة KIA لصناعة السيارات في كوريا بإضراب شامل حالوا فيه دون وصول الحارس الذي عينته المحكمة على الشركة إلى مكتبه ، وأعلنت النقابة إعطاء الحكومة مهلة حتى ٢٤ إبريل لإعلان موقفها من موضوع الاستملاك . وأدت هذه الأنباء إلى انهيار بورصة سيئول حيث تراجع مؤشر الأسعار بنسبة ٣٪ أو ٤٥٤,٢ نقطة ـ وصول سعر صرف الين الياباني إلى ١٣٢ ين للدولار الأمريكي .

٢١ إبريل قيام السلطات الإندونيسية برفع أسعار الفائدة بهدف الوصول بسعر صرف الروبية الإندونيسية إلى ٦٠٠٠ روبية للدولار واحتواء التضخم ـ كما أعلنت عن مضمون سياسات برنامج الإصلاح الذي تم الاتفاق عليه مع الصندوق في ٨ إبريل ، شاملا إعادة هيكلة القطاع المالي وتعديل قانون الإفلاس وضمان الرقابة والشفافية .

٨ مايو تزايد اضطراب أسواق إندونيسيا نظرا لتجدد إضرابات الطلاب في العاصمة والمطالبة بعزل سوهارتو ، اتجاه سعر صرف الروبية إلى ٩١٥٠ روبية للدولار الأمريكي وانتقال هذا التوتر الحادث في أسواق المال الإندونيسية إلى أسواق دول حوض الباسفيك .

١٢ مايو تدهور أسواق المال في آسيا وأستراليا متأثرة في ذلك بسيادة التوقعات باحتمالات انهيار بورصة وول ستريت مع نهاية الأسبوع ، وتدهور مؤشر أسعار الأسهم في بورصة طوكيو كرد فعل للبيانات الاقتصادية حول الإنتاج والبطالة . وفي ١٣ مايو انخفض مؤشر أسعار الأسهم في بورصة جاكرتا بنسبة ٨٪ بعد تزايد الإضرابات ووفاة عدد من الطلاب في عملية الاحتكاك مع قوات الأمن الإندونيسية ، وانخفض سعر صرف الروبية تحت مستوى ١٠٠٠٠ روبية للدولار ـ انتقال العدوى إلى أسواق المال

في دول آسيا والباسفيك حيث تراجعت أسعار الأسهم فيها ، كما شهدت بورصة هونج كونج تراجعا حادا في هذا اليوم كرد فعل لأحداث أندونيسيا ـ قيام عمال مناجم الفحم في روسيا بالإضراب والاحتجاج نظرا للتأخر في دفع أجورهم لمدة طويلة ومنعهم تشغيل خط هام للسكة الحديدية لمدة أسبوعين على التوالي .

١٥ ـ ١٩ مايو توقف التعامل تماما في أسواق المال وأسواق السلع في إندونيسيا في أعقاب أربعة أيام متتالية من الإضرابات وعمليات تدمير وسرقة المحلات والمؤسسات ، وصول سعر صرف الروبية الإندونيسية دون مستوى ١٢٠٠٠ روبية للدولار ، وتراجع أسواق الأسهم في كل من طوكيو ودول آسيا . إعلان سوهارتو في ١٩ مايو أنه لن يرشح نفسه للرئاسة مرة أخرى مما خلق بيئة عامة من الارتياح ـ ولقد ترتب على الاضطرابات السياسية في إندونيسيا التأثير سلبا في حركة أسواق المال في كل من روسيا والبرازيل والمكسيك وزيادة التوقعات باحتمالات تعمق الأزمة في آسيا ـ انخفاض مؤشر الأسهم في بورصة روسيا بنسبة ١٢٪ يوم ١٨ مايو ، وانخفاض مؤشر الأسهم في البرازيل بنسبة ٤,٦٪ ، و٣٪ في المكسيك ، في حين كان الانخفاض نسبته ٧,٤٪ في الأرجنتين ـ قيام السلطات الروسية برفع سعر الفائدة من ٣٠٪ إلى ٥٠٪

٢١ مايو استقالة سوهارتو ، توجيه اللوم إلى صندوق النقد الدولي باعتباره مسئولا إلى حد كبير عن تدهور الأوضاع في إندونيسيا ـ انتقال المسئولية إلى نائب الرئيس حبيبي . اتجاه أسواق الأسهم في آسيا نحو التحسن نتيجة لاستقالة سوهارتو وسيادة التوقعات بتحسن الأوضاع ـ ارتفاع مؤشر الأسهم في بورصات هونج كونج ، طوكيو ، كوالا لمبور ، جاكرتا ، ودول حوض الباسفيك ـ ارتفاع الدولار إلى ١٣٦,٠٨ ين ياباني خاصة بعد شيوع الاحتمالات بانخفاض أسعار الفائدة في اليابان .

٢٦ مايو إعلان الحكومة الروسية عن مزاد لبيع ٧٥٪ من أسهم شركة روزنفت وهي أكبر شركة للنفط ومن الشركات التي مازالت تحت يد الدولة ، ومع ذلك

عجزت الحكومة عن جذب المستثمرين ـ وصول الدولار إلى ١٣٧,١٥ ين ياباني وشيوع القلق في اليابان وفي آسيا من استمرار انخفاض سعر صرف الين ـ انهيار الأسهم الكورية إلى أدنى مستوى لها في أحد عشر عاما ـ قيام الحكومة الكورية بإلغاء حاجز الملكية الأجنبية للشركات والمشروعات الكورية عند حدود نسبة ٥٥٪ ـ انخفاض الناتج المحلي الإجمالي الياباني في الربع الأول بنسبة ٣,٨٪.

٢٧ مايو تصاعد الضغوط والاضطرابات في الأسواق المالية الروسية ، وفي سوق الأدوات المالية ذات الأسعار الثابتة (العائد الثابت) ارتفع سعر الفائدة إلى ٨٠٪. ولقد قام البنك المركزي الروسي برفع سعر الفائدة (لومبارد) من ٥٠٪ إلى ١٥٠٪ لوقف الضغوط من أجل رفع سعر الفائدة . إحجام المستثمرين عن شراء أذونات الخزانة الروسية خوفا من احتمال إخلال الحكومة بالتزاماتها ـ انخفاض مؤشر الأسهم بنسبة ١١,٥٪ في هذا اليوم ـ تدهور الأسواق المالية في كوريا وهونج كونج .

٢٩ مايو انخفاض سعر صرف الين إلى ١٣٩ ين للدولار نظرا لزيادة التوتر في جنوب شرق آسيا ـ انخفاض الناتج المحلي الإجمالي في هونج كونج لأول مرة منذ ١٣ عاما في الربع الأول من عام ١٩٩٨ بنسبة ٣,٥٪ ـ تدهور مؤشرات الأسهم في ماليزيا وسنغافورة ـ إعلان الحكومة الإندونيسية عن سلسلة من الإجراءات والسياسات بهدف الإصلاح الاقتصادي وإعادة الهيكلة .

١ يونيو تدهور مؤشرات الأسهم في روسيا تدهورا حادا ، أما السوق المستقبلي للأسهم فقد أوقف التعامل فيه تماما ـ إحجام المستثمرين عن التعامل نظرا لخيبة أملهم في احتمالات المساعدة لروسيا من المؤسسات الدولية .

٥ يونيو قيام بنك الاحتياط الأسترالي (البنك المركزي الأسترالي) بإنفاق ما مقداره بليون دولار أسترالي للدفاع عن الدولار الأسترالي في مواجهة موجات المبيعات بواسطة البنوك الأمريكية وصناديق التحوط الاستثمارية ـ انخفاض سعر صرف الدولار الأسترالي مقارنة بشهر مايو الماضي بنسبة ٢١٪ .

٨ يونيـو انخفاض سعـر صرف الين اليابـاني إلى ٥ , ١٤٠ ين ياباني للدولار ، وهو الأمر الذي دعـا إلى تعمق التوتر في دول آسيا الأخـرى ، وهو ما أدى إلى انخفاض مـؤشرات الأسهم بها ـ شيـوع الخـوف من رد فعل هـذه الدول بالقيام بتخفيض مماثل .

١١ يونيو تدهور سعـر صرف الين وضعف العملات الآسيوية الأخـرى ـ دفع أسواق أستراليا وآسيـا إلى التراجـع ـ وصـول سعر صرف الين إلى ٥٤ , ١٤٣ ين للدولار ـ تدهور سوق الأسهم في نيويورك حيث انخفض مؤشر داوجونز بنسبة ٨ , ١٪ في هذا اليوم وهـو ثاني أكبر انخفاض خلال هـذا العام . انخفـاض سعـر صرف الين اليـابـاني إلى ٧٥ , ١٤٤ ين للـدولار يـوم ١٢ يونيو، وهو يكاد يقرب من أدنى قيمة للين منذ ثماني سنوات ـ تدهور سوق الأسهم في كوريا بنسبة ١ , ٨٪.

١٧ ـ ١٨ يونيو انتشار الإشاعـات حول تدهور الأوضاع الماليـة لبنك الإقراض طويل الأجل الياباني (LTCB) واحتمال اندماجـه مع بنك آخر ، مما أدى إلى عرض أسهمه للبيع بكميات كبيرة وانهيار أسعار أسهمـه بالتالي ـ تدخل الولايات المتحدة للدفـاع عن الين مما أدى إلى اتجاه سعر صرف الين نحو الارتفاع إلى ١٣٧ ين للدولار ـ قيام صنـدوق النقد الدولي بتأجيل صرف دفعة قدرها ٦٧٠ مليون دولار أمريكي حل أجلها من برنامج مساعدات روسيا لعلاج وضع الموازنة العامة بها .

٢٢ ـ ٢٥ يونيو تصريح رسمي بعد اجتماع السبعة الكبار والدول الآسيوية في ٢٢ يونيو أن إنقاذ وإصلاح وضع البنـوك اليابانية قضية محوريـة في استقرار المنطقة الآسيويـة والعالم . إعـلان الحكومـة اليابـانية (٢٣ يونيـو) عن تشكيل مجموعة مراقبة لتتبع أوضاع القطـاع المالي والجهاز المصرفي ـ تدهور أسهم LTCB بنسبـة ٤٥ ٪ ـ قيـام صنـدوق النقـد الدولي بصرف الـدفعـة المستحقة لروسيا وقدرها ٦٧٠ مليون دولار .

٣٠ يونيو إعلان الحكومة اليابانية أن حجم الديون المتعثرة يقدّر بحوالي ٧٧ ترليون ين أو (٥٥٠ بليون دولار أمريكي) وأنها تمثل حجر عثرة أمام إصلاح الجهاز

المصرفي ـ تصــاعد الضغوط على اليــابان من جانــب الولايــات المتحدة والــدول الآسيــوية بضرورة إصــلاح القطــاع المصرفي ــ إعلان الحكــومــة اليابانية عن إنشاء بنك إنقاذ Bridge Bank لتنظيف البنوك اليابانية من الديون غير المنتظمة .

١٣ يوليو إعلان المقرضين الــدوليين لروسيا عن استعدادهم لتـوفير ما مقداره ٦ , ٢٢ بليون دولار أمــريكي كقروض إضــافية ـ ارتفــاع مؤشر الأسهم مـؤقتا في روسيا .

١٧ يوليو البرلمان الروسي (الــدوما) يـرفض العديـد من المقترحات التي تقـدمت بها الحكـومة لـزيادة الإيـرادات العامــة ـ طبقــا لخطة (يلتسين ــ كرينكـو) للطوارئ . إعــلان الحكومة التوقف عن ســداد الدين الخارجي لمدة ٩٠ يوما . وصــول مؤشر داوجونز إلى ذروته خلال الأربــاع الثلاثة الأولى من عام ١٩٩٨ حيث بلـغ ٩ , ٩٣٣٧ نقطـة وهو مـا يمثل زيادة نسبتهـا ٢ , ٢٣٪ عن مستوى المؤشر في ٩ يناير ١٩٩٨ . ومنذ ذلك التاريخ بدأ مؤشر داو جونز رحلة التدهور حتى نهاية الربع الثالث من عام ١٩٩٨ ، ففي ٢٣ يوليو وصل مؤشر داوجونز إلى ٩ , ٨٩٣٢ نقطة بانخفاض نسبة ٣ , ٤٪عن مستوى ١٧ يوليو .

٢٠ يوليو موافقة صندوق النقد الدولي على حصتـه في القرض الدولي الجديد لروسيا والبالغة ٢ , ١١ بليون دولار أمريكي ، حيث تم صرف ٨ , ٤ بليون دولار أمريكي في الحال . استمـرار التدهور في مـؤشر داوجونز في بـورصة وول ستريت بنيويـورك ، وصول المؤشر إلى ٣ , ٨٤٨٧ نقطة في ٤ أغسطس ١٩٩٨ وهـو ما يمثل انخفـاضا نسبتـه ٥٪ عن مستـوى ٢٣ يوليو، وانخفاضا نسبته ١٠٪ عن مستوى ١٧ يوليو (الذروة) .

١٠ - ١٤ أغسطس تدهـور الأسواق المالية في روسيــا بشكل حاد تحت تأثير الخوف من الإخــلال بالالتـزامــات (التوقف عـن الدفع) أو تخفيض سعـر صرف الروبل ـ وصول العائد على أذونات الخزانة الروسية في ١١ أغسطس إلى ١٠٠٪ ـ يعلن جـورج سورس في ١٣ أغسطس عـن ضرورة تخفيض

الروبل الـذي استمر مستقرا خـلال السنوات الثلاث الماضيـة ، ويرد يلتسين في ١٤ أغسطس بنفي احتمال أي تخفيض .

١٧ أغسطس تخلى السلطـات الـروسية عن الحد الأدنى لسعـر صرف الـروبل والبـالغ ١٣,٧ روبل للـدولار ، بهدف الوصول بـالحد الأدنى إلى ٩,٥ روبل للدولار، وذلك حتى نهاية عام ١٩٩٨.

٢١ ـ ٢٣ أغسطس في جلسة طارئة يـدعو مجلس الدوما يلتسين لـلاستقالة كما يهاجم سياسات كرينكـو ، انخفاض مؤشرات الأسهم في ٢١ أغسطس كرد فعل لهذا الإجراء من جانب البرلمان ـ قيـام يلتسين بإقالة وزارة كرينكو في ٢٣ أغسطس ، ودعوة تشيرنوميردين للقيام بمهام رئيس الوزراء .

٢٥ أغسطس أكبر انخفاض لسعـر صرف الروبل خلال أربـع سنوات ـ إعـادة هيكلة الدين المحلي الروسي بشروط مجحفة للغاية يعتبرها المستثمرون الأجانب بمثابة إخلال بالوفاء بالالتزامات .

٢٦ أغسطس قيام البنك المركـزي الروسي بـوقف تداول الروبل مقـابل الدولار مـؤقتا ـ موجات كبيرة من المـودعين تتجه نحو البنوك لسحب ودائعهـا ـ عدد غير قليل من البنوك لا يستطيع رد هذه الودائع إلى أصحابها .

٢٨ أغسطس إيقاف تـداول الروبل أمـام الدولار نهائيـا وإلى أجل غير مسمى ـــ سعر الصرف الـرسمي يظل عند مستـوى ٩,٧ روبل للدولار ـــ التبادل في السوق غير الرسمي يتم عنـد ١٢ روبل للـدولار ـ إعـلان يلتسين عن بقائه في السلطة حتى عام ٢٠٠٠.

٣١ أغسطس بلغ مـؤشر داو جـونـز ٧٥٣٩,٠٧ نقطة ممثـلا بذلك انخفاضـا نسبته ١٢,٤٪ مقارنة بمستوى أسعار نهاية يوم ٢٥ أغسطس، في حين يبلغ الانخفاض نسبة ١٩,٣٪ مقارنة بمستوى الذروة في ١٧ يوليو. كذلك تـدهور مـؤشر الأسهم في بـورصـة كل من البرازيل وفنـزويلا وانتقـال العـدوى إلى بقية دول أمـريكـا اللاتينيـة . ففي فنـزويلا وصل مـؤشر أسعار الأسهم في نهاية يوم ٣١ أغسطس إلى ٢٩٠٤,٠٢ نقطة مقارنة

بمستوى ٦٩١٧,١٦ نقطة في ١٥ مايو ١٩٩٨ وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٥٨٪ ، في حين تبلغ نسبة الانخفاض ٦٣٪ إذا قورنت بذروة ٢٣ مارس ١٩٩٨ . ووصل مؤشر الأسهم في بورصة البرازيل إلى ٦٤٧٢ نقطة مقارنة بمستوى ٨٥٤٢ نقطة في ١٩ أغسطس ١٩٩٨ (انخفاض نسبته ٢٤٪) في حين كان مستوى المؤشر ١١٩٤٧ نقطة في ٣١ مارس ١٩٩٨ (انخفاض نسبته ٤٦٪) .

١ ـ ٢ سبتمبر إعلان بيل كلينتون في قمته مع يلتسين عن ضرورة دفع عجلة الإصلاح الاقتصادي الروسي ـ قيام الحكومة الماليزية بفرض بعض السياسات التي من شأنها تقييد تحرك رءوس الأموال وفرض القيود على سعر صرف الرينجيت ، وتتمثل الإجراءات في قيود على المستثمرين الأجانب ومنع التداول أو إيداع الرينجيت خارج حدود ماليزيا ، وهو ما يعني عزل الاقتصاد المحلي عن الأزمة العالمية التي يتوسع مداها بصفة مستمرة ، وعلى كل العملة الماليزية العودة إلى حدود الوطن قبل الأول من أكتوبر. أضف إلى ذلك أن الإجراءات تشمل تقييد حجم العملة التي يمكن الخروج بها ـ قيام رئيس الوزراء الماليزي بطرد نائب رئيس الوزراء أنور إبراهيم . بدء سريان الإشاعات حول أزمات صناديق التحوط أو التغطية الاستثمارية وتعثرها خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية .

٧ ـ ٨ سبتمبر بورصة البرازيل ، وصول مؤشر البرازيل إلى ٥٨١٨ نقطة في ٨ سبتمبر مقارنة بمستوى ٦٤٧٢ نقطة في ٣١ أغسطس ، وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ١٠٪ ، في حين يصل الانخفاض إلى نسبة ٥٢ ٪ مقارنة بأعلى مستوى في مارس ، كما انخفض مؤشرا أسعار الأسهم في فنزويلا وهونج كونج . سريان الإشاعات بأن أحد صناديق التحوط (التغطية) الاستثمارية وهو (LTCM) لونج تيرم كابيتال منجمنت قد خسر حوالي ٤٤٪ من أصوله في شهر أغسطس . قيام أربع صناديق أخرى من صناديق التحوط (التغطية) الاستثمارية بطلب معاملتها طبقا للفصل الحادي عشر من القانون الخاص بالحماية من الإفلاس ، أي الخاص بإعطاء مهلة لتفادي الإفلاس .

١٠ ـ ١١ سبتمبر قيام يلتسين بترشيح بريماكوف لرئاسة الوزارة في ١٠ سبتمبر ، وموافقة الدوما (البرلمان) على الترشيح في ١١ سبتمبر ـ وصول الفرق بين أسعار الفائدة على سندات الخزينة الأمريكية وسندات حكومات الدول الناشئة إلى ١٧٪ ، وهو ما يعني أن هذا الفرق قد تضاعف مقارنة بمستوى ١٥ أغسطس ، هذه الحقائق هي مؤشر حول توقف التداول في سوق أوراق الدين للدول الناشئة ـ قيام اليابان في ٩ سبتمبر بتخفيض سعر الفائدة لأول مرة منذ سنوات ـ وصول مؤشر داوجونز إلى ثاني أدنى نقطة له خلال عام ١٩٩٨ حيث وصل المؤشر إلى ٥ , ٧٦١٥ نقطة يوم ١٠ سبتمبر، وهو ما يمثل انخفاضا ـ عن مستوى الذروة في ١٧ يوليو ـ نسبته ٤ , ١٨٪ ، كذلك وصول مؤشر أسعار الأسهم في ١٠ سبتمبر في فنزويلا إلى أدنى نقطة له خلال الأشهر العشرة الأولى من عام ١٩٩٨ حيث وصل إلى ٤٧٦١ نقطة، وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٢ , ١٨٪ عن مستوى ٨ سبتمبر، في حين يبلغ الانخفاض نسبة ٦٠٪ مقارنة بالذروة في ٢٣ مارس ١٩٩٨ ـ وصول مؤشر أسعار الأسهم في البرازيل في ١١ سبتمبر إلى أدنى نقطة له خلال الأشهر العشرة الأولى من عام ١٩٩٨ حيث بلغ ٢٩ , ٢٧٠٩ نقطة وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٧٪ عن مستوى ٣١ أغسطس، في حين يصل الانخفاض نسبة ٥ , ٦٥ ٪ مقارنة بمستوى الذروة في ٢٣ مارس ١٩٩٨.

١٤ ـ ١٥ سبتمبر إعلان كلينتون أن الأزمة المالية الحالية هي أسوأ أزمة مالية منذ نصف قرن ـ بدء مفاوضات صندوق النقد الدولي والسلطات في البرازيل .

١٧ ـ ١٨ سبتمبر إعلان شركة الكاتل Alcatel في فرنسا أن أزمة الأسواق الناشئة سوف تؤدي إلى تدهور أرباحها في النصف الثاني من عام ١٩٩٨، وإعلان شركة شل عن احتمال انخفاض أرباح النصف الثاني من عام ١٩٩٨ نتيجة للأزمة العالمية ، يترتب على هذين التصريحين تدهور أسواق الأسهم في كل من فرنسا وهولندا .

٢١ سبتمبر إعـلان صنـدوق النقـد الـدولي أن المخـاطر الحقيقيـة التي تـواجه الاقتصـاد العـالمي تكمن في عدم قيـام اليـابـان بمواجهـة مشكـلات قطاعها المالي والمصرفي ــ الديون غير المنتظمة لـدى البنوك قد تصل إلى ٢٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي - إعلان شركة EMI في إنجلترا أن الأزمة الآسيوية بجانب أزمـة البرازيل سوف تؤدي إلى تخفيض أرباح النصف الثاني من عام ١٩٩٨ بنسبة ٢٠٪، وإعلان شركـة فيليبس عن تدهور أوضاعها، يؤدي كل من هـذين التصريحين إلى تدهور الأسهم في سوق البلدين .

٢٣ سبتمبر بنك الاحتياط الفيدرالي يدعو ١٤ بنكا وبيت سمسرة إلى اجتماع عاجل من أجل تـرتيب بـرنـامج إنقـاذ لبنك التحـوط (التغطيـة) الاستثماري المعروف بـاسم لونج تيرم كـابيتال منيجمنت (LTCM) حيث يصل برنـامج الإنقاذ إلى ٦ , ٣ بليـون دولار أمريكي ، وذلك منعـا للآثـار الجانبية لإفـلاس هذا الصنـدوق على البنوك الأمـريكية والأوربيـة نظرا لإقراض العـديد مـن البنوك والمؤسسات الماليـة لهذا الصندوق ــ يبلغ رأس مال الصندوق حوالي ٣ , ٢ بليون دولار في حين وصلت أصوله إلى ٢٠٠ بليـون دولار، ومن هنـا لعب الإقـراض (الائتمان) دورا كبيرا في تمويل عمليات الصنـدوق ـ لم تقتصر المشاركـة في برنـامج الإنقاذ على البنوك الأمـريكية ولكن العـديد من البنوك الأوربيـة ساهم في بـرنامج الإنقاذ منعـا للآثار الجانبيـة لاستفحال الأزمـة، على سبيل المثال بنك باري با ، وسوسيتي جنزال ، و دويتش بنك؛ شارك الثلاثة في برنامج الإنقاذ .

٢٤ - ٢٦ سبتمبر تحذير محافظ البنك المركـزي الأمريكي (بنك الاحتيـاط الفيدرالي) من مخاطر تأثير الأزمـة العالمية على الاقتصـاد الأمريكي من خلال تـدهور أسعـار الأسهم ـ تـردد البنوك في الإقـراض ـ وتـراجع تدفق الأمـوال ـ إعلان بنك الاتحاد السويسري (يونيـون بنك أوف سويتزرلاند UBS) عن شطب ما مقداره ٩٥٠ مليون فرنك سويسري (٦٨٣ مليون دولار

أمريكي) من استثماراتـه في صندوق التحوط الاستثماري (LTCM)، بنك كـريدي سويس يعلـن عن خسارة قـدرها ٥٥ مليـون دولار من استثماراته في (LTCM) ، تصل خسـارة بنك درزدن إلى ٢٤٠ مليون مارك ألماني (١٤٢,٦ مليون دولار) ـ الحكومة البريطانية تطلب من ٥٥ مؤسسة مـالية وبنكا ضرورة الإفصاح عن مدى انكشـافها إلى صندوق التحوط (التغطية) الاستثماري (LTCM) .

٥ أكتوبـر انخفاض أسعار أسهم بنك LTCB (لونج تيرم كريدت بنك) الياباني بنسبة ٩٠٪ منذ يناير ١٩٩٨ وحتى اليوم ـ احتمال قيام الحكومة اليابانية بتأميم البنك بناء على طلبه ، يحتاج البنك إلى ٧ بليون دولار لمواجهة ديونه غير المنتظمة . أمـا بنك فيوجي فيتحمـل أعباء ديون غير منتظمـة بلغت ١٧ بليـون دولار ، في حين تبلغ الـديون غير المنتظمـة في بنك سـاكـورا حوالي ١١ بليون دولار ، أما بنك نيبون كريـدت فهو مدين بحوالي ١,٥ بليون دولار لتسع شركات تأمين وفي حاجة ماسة لإعادة جدولة ديونه .

٦ أكتوبـر إحدى أكبر الشركـات الاستثمارية في الصين ـــ وهي الشركة المدونـة باسم جوانج دونج انترناشيونال انفستمنت كوربوريتسن GITIC ـ توقفت عن الوفـاء بالتـزاماتها بالنسبـة لسندات دوليـة أصدرتها ، كـان التوقف عن الدفع بالنسبـة للفوائد البالغة ٨,٧٥ مليون دولار على سندات قـدرها ٢٠٠ مليون دولار . وقد أثـار هذا الحدث التساؤل حول مـدى مساندة الحكومة الصينيـة لهذه الشركات ووقوفها وراء مـديونياتها ـ تبلغ مـديونية الشركات العملاقـة الصينية حوالي ١٠٠ بليون دولار هـونج كونجي أي ١٣,٣٥ بليون دولار أمريكي .

١٤ أكتوبر قيام بنك أوف أمريكا بتوفير مخصصات قدرها ١,٤ بليون دولار أمريكي مقابل خسارة في قطاع الائتمان في الربع الثالث نتيجة للأزمة المالية .

١٥ أكتوبر موافقة البرلمان الياباني على بـرنامج لإنقاذ البنوك قدره ٦٠ ترليون ين أو ما يعادل ٥٠٠ بليون دولار (١٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي) ـ هذا البرنامج مخصص في الأساس لأكبر ١٩ بنكا في اليابان توفر حوالي ٧٠٪ من جملة

الإقراض ـ الموافقة على إعادة بناء القاعدة الرأسمالية لمصرفيين أساسيين والموافقة على تأميم بنك LTCB.

١٣ نوفمبر إعلان مؤسسة سودي أن اقتصاديات آسيا سوف تنحدر إلى انكماش أعمق مما هو عليه الحال الآن، ثم تبدأ بعد ذلك في الصعود بشرط إجراء الإصلاحات الهيكلية المطلوبة وإصلاح الجهاز المصرفي .

١٤ نوفمبر إعلان صندوق النقد الدولي عن برنامج إنقاذ للبرازيل يبلغ ٤١ بليون دولار، وهو بكل المقاييس أكبر مما تحتاجه البرازيل ، يبلغ نصيب الصندوق فيه ١٨ مليون دولار ، و ٤,٥ بليون دولار من كل من البنك الدولي وبنك الأمريكتين و ١٤,٥ بليون دولار من حكومات وبنوك مركزية تم توفيرها من خلال بنك التسويات الدولية ، وسوف تتم الموافقة على قرض الصندوق في الأيام الأولى من ديسمبر حيث يتم توفير ٥,٣ بليون دولار فورا .

٢٨ نوفمبر اجتماع قمة التعاون الاقتصادي بين آسيا والباسفيك APEC في ماليزيا . بيان القمة يهتم بموضوع البنوك والشركات (وحدات قطاع الأعمال) المدينة ويعتبرها قضية حيوية لابد من تركيز الجهود بالنسبة لها وإنهائها على وجه السرعة ــ المناقشات في القمة تشير إلى إجحاف بعض مؤسسات ترتيب الجدارة الائتمانية .

هوامش الفصل الأول

١ ـ لتفصيل مراحل عولمة النشاط الإنتاجي والنشاط المالي ، انظر: د. عمرو محي الدين «اقتصاديات التنمية وظاهرة العولمة» ، محاضرة ألقيت في كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ـ جامعة القاهرة عام ١٩٩٧ . وانظر كتابنا القادم «اقتصاديات التنمية في دول العالم الثالث وظاهرة العولمة» ١٩٩٩ ، انظر أيضا . . . . .

Andrew Mullinex: "International Banking and Financial Sytems: AComparison" Graham & Trotman, London 1987.

٢ ـ انظر A. Greenspan: "The Globalization of Finance". The CATO Journal, Vol. 17, No.3, October 14th 1997 .

٣ ـ انظر Martin Khor: "SEA Currency Turmoil Renews Concern on Financial Speculation", Third World Resurgence, Issue No. 86, October 1997.

انظر أيضا IMF: "World Economic Outlook", Washington DC, May 1997.

٤ ـ BIS: "62nd Annual Report", April 1991 - March 1992. Basle, June 1992, PP 93 - 94.

٥ ـ BIS: "68 th Annual Report", March 1997 - April 1998, Basle, June 1998.

انظر أيضا IMF: "International Capital Markets, Developments, Prospects andKey Policy Issues, Washington DC, September 1996.

٦ـ هـذه البيانات تم الحصـول عليها من BIS: 68th Annual Report, March 1997 - April 1998. Basle, June 1998.

OECD: World Economic Outlook, June 1998.

ومن الصحف والمجلات التالية : Finaicial Times, Wall Street Journal, The Economist, International Herald Tribune, Business Week, News Week.

الفصل الثاني

أبعاد الأزمة

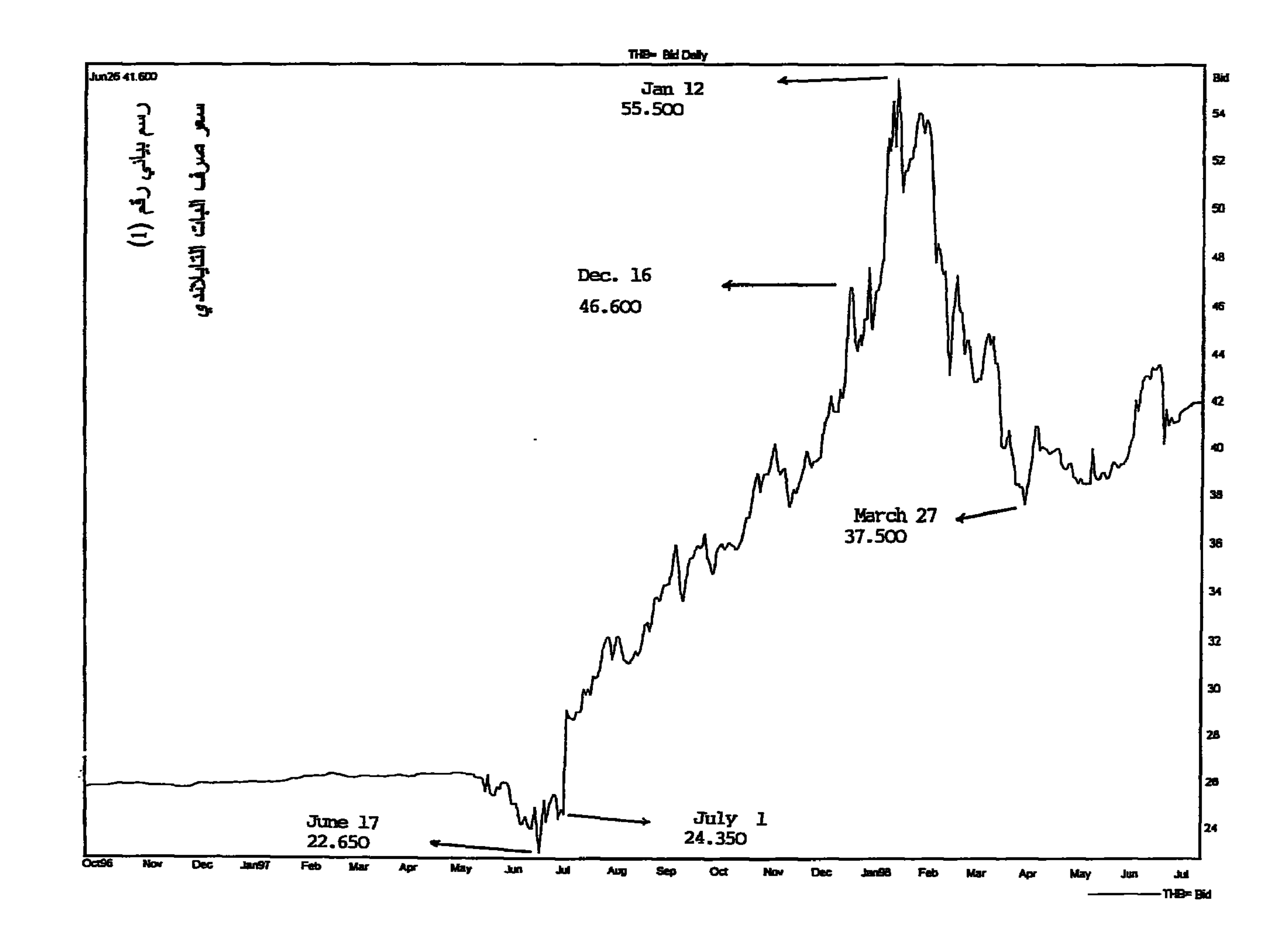
تعرضنا في الفصل السابق إلى انفجار الأزمة ، وإلى طبيعة البيئة العالمية السائدة عند حدوث هذا الانفجار ، ثم إلى تسلسل أحداث هذه الأزمة خلال عامي ١٩٩٧و١٩٩٨ ، ونحاول فيما يلي التعرف على أبعاد هذه الأزمة في الدول الآسيوية التي انفجرت فيها وهي دول جنوب شرق آسيا بالإضافة إلى كوريا الجنوبية . وسوف نشير إلى هذه الأبعاد بصورة عامة حيث إن الصورة التفصيلية سوف يتم التعرض إليها عند مناقشة أسباب الأزمة ومظاهرها .

بلغ سعر صرف البات التايلاندي ٢٤,٣٥ للدولار في الأول من يوليو ١٩٩٧ ، وقد ترتب على فك ارتباط البات بالدولار الأمريكي في الثاني من يوليو ١٩٩٧ بدء مسيرة انحدار سعر صرف البات حيث بلغ في ١٦ ديسمبر ١٩٩٧ ٤٦,٦ بات للدولار ، وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٩١,٣٪ عن المستوى السائد في ١ يوليو ١٩٩٨ ، وقد استمرت مسيرة التدهور حتى بلغ سعر صرف البات ٥٥,٥ بات للدولار الأمريكي في ١٢ يناير ١٩٩٨ وهو أدنى سعر وصل له البات خلال الفترة محل الدراسة ، حيث يمثل انخفاضا نسبته ١٢٧,٩٪ عن مستوى سعر الصرف السائد في ١ يوليو ١٩٩٧ قبل انفجار الأزمة ، وقد بدأ سعر صرف البات في التحسن منذ ذلك التاريخ وإن كان قد تأرجح صعودا وهبوطا ، وقد وصل إلى أعلى مستوى له في ٢٧ مارس ١٩٩٨ حيث وصل إلى ٣٧,٥ بات للدولار ، وهو ما يمثل ارتفاعا نسبته ٣٢,٥٪ عن أدنى نقطة

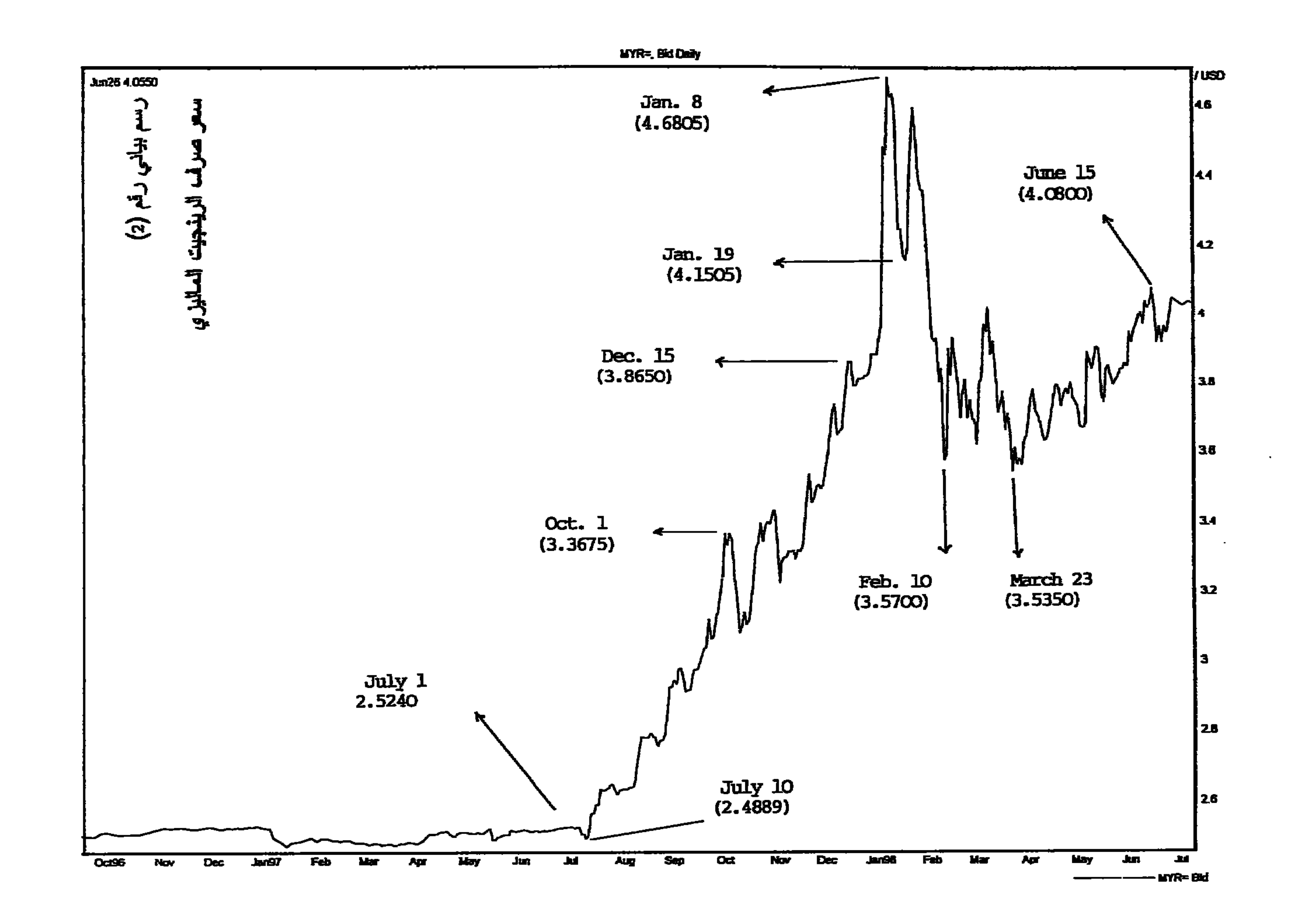
إليها في يناير ١٩٩٨ ، وإن كـان ما زال دون مستـوى ١ يوليو ١٩٩٧ بنسبة ٥٤٪.
(انظر الرسم البياني رقم ١).

أما الرينجيت الماليـزي فقد بلغ سعر صرفه أمام الـدولار في الأول من يوليو ٢,٥٢ رينجيت للـدولار الأمريكي ، ولم يتأثـر في الأيام الأولى لـلأزمة حيث بلغ سعـر صرف الرينجيت أمـام الدولار في ١٠ يوليـو ١٩٩٧ مبلغا وقـدره ٤٦ ,٢ رينجيت للدولار الأمـريكي . ذلك أن السلطـات النقديـة الماليـزيـة حـاولت الدفـاع عن سعـر صرف الرينجيت أمام تصـاعد الضغوط عليـه ، وقد بدأ انخفـاض سعر صرف الرينجيت في ١٤ يوليو ١٩٩٧ واستمـرت موجـة الانخفـاض حتى بلغ ٣٧, ٣ رينجيت للدولار الأمـريكي في الأول من أكتوبـر ١٩٩٧ وهو مـا يمثل انخفاضـا نسبته ٧ ,٣٣٪ عن مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ ، وقد استمر انحدار سعـر صرف الرينجيت بمعدلات بطيئة في البداية ثم بمعدلات متسارعة حيث بلغ سعر صرف الرينجيت في ١٥ ديسمبر ١٩٩٧ مبلـغ ٨٦ ,٣ رينجيت للـدولار الأمريكـي ، وهو مـا يمثل انخفـاضا نسبتـه ٥ ,٥٣٪ عن مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ . وقد استمرت عملية النزول حتى وصل سعر صرف الرينجيت أدنـى نقطة له في ٨ يناير ١٩٩٨ حين بلغ سعـر صرفه ٦٨ ,٤ رينجيت للدولار الأمـريكي، ويعني ذلك انخفاضـا في سعر صرف الـرينجيت نسبته ٧ ,٨٥٪ مقارنة بالمستوى السائد في اليوم السابق على انفجار الأزمة في ٢ يوليو ١٩٩٧. وقـد اتجه سعـر صرف الـرينجيت الماليـزي نحـو التحسن منـذ ذلك الـوقت حتى بلغ ٥٣ ,٣ رينجيت للدولار الأمريكي في ٢٣ مارس ١٩٩٨ ، إلا أنه عاود الانخفاض مرة أخرى ليصل إلى ٠٨ ,٤ رينجيت للدولار في ١٥ يونيو ١٩٩٨ ، وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٦٢٪ عن مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ . (انظر الرسم البياني رقم ٢).

أمـا البيزو الفلبيني فقـد بلغ سعر صرفـه في ١ يوليو ١٩٩٧ ٣٥ ,٢٦ بيزو للدولار الأمريكي، ولم يبدأ سعر صرف البيزو في التدهور إلا منذ الحادي عشر من يوليو ١٩٩٧ حيث بـدأ مـرحلـة الانخفـاض، إذ بلغ في ٨ أكتوبـر ١٩٩٧ ٢٥ ,٣٥ بيزو للدولار الأمريكي وهو يعكس انخفاضا نسبته ٨ ,٣٣٪ عن المستوى السائد قبل انفجار الأزمة في ٢ يوليو ١٩٩٧ ، وقد استمـر تدهور سعر صرف البيـزو الفلبيني وبشكل حاد حتى وصل إلى ٥ ,٤٠ بيزو للدولار في ١٦ ديسمبر ، واستمرت رحلة التدهور حتى بلغ أدنى



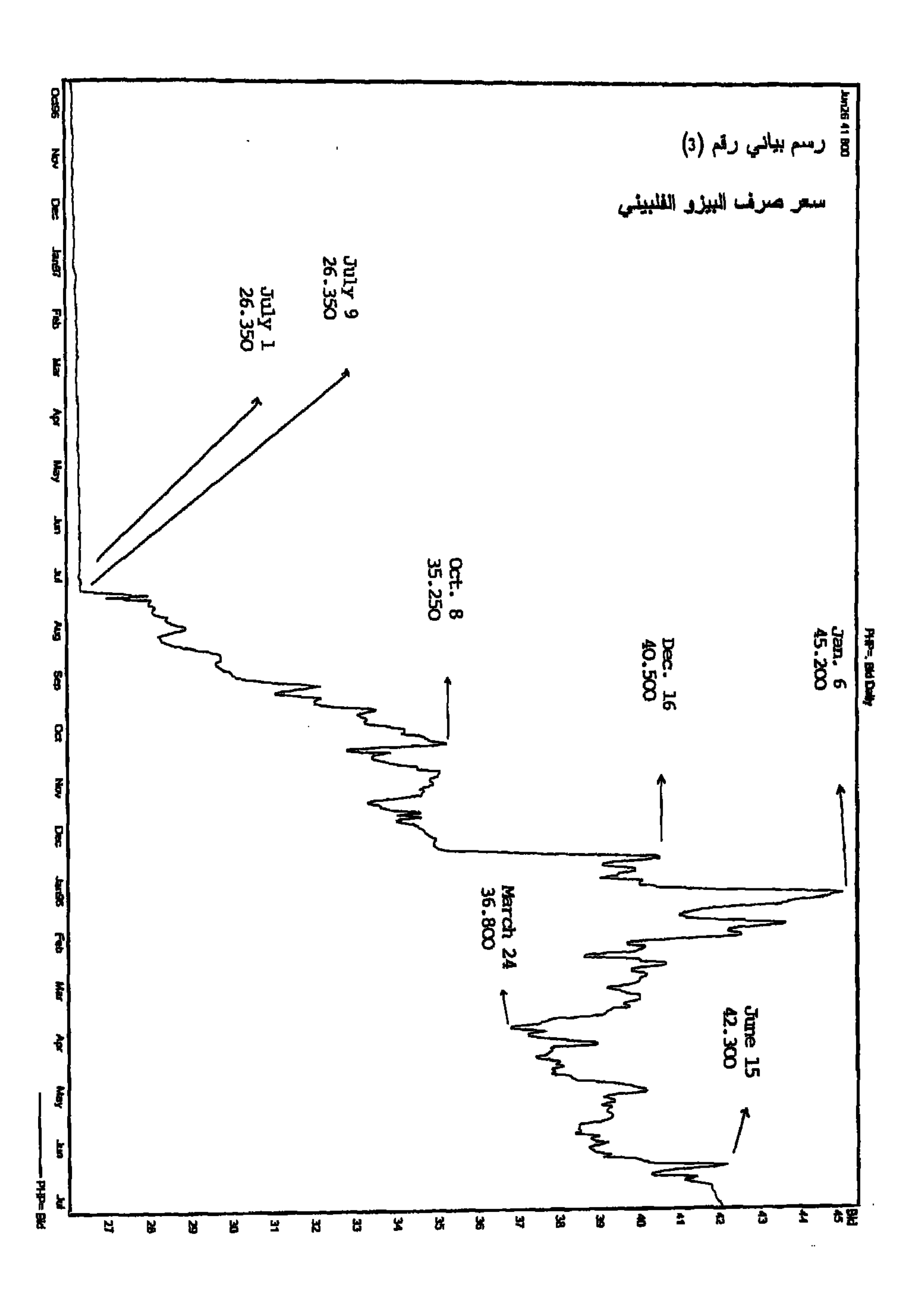
رسم بياني رقم (1)
سعر صرف البات التايلاندي
THB= Bid Daily
Jun26 41.600
Jan 12
55.500
Dec. 16
46.600
March 27
37.500
June 17
22.650
July 1
24.350
Oct96 Nov Dec Jan97 Feb Mar Apr May Jun Jul Aug Sep Oct Nov Dec Jan98 Feb Mar Apr May Jun Jul
Bid 54 52 50 48 46 44 42 40 38 36 34 32 30 28 26 24
THB= Bid



رسم بياني رقم (2)
سعر صرف الرينجيت الماليزي
MYR= Bid Daily
Jan. 8 (4.6805)
Jan. 19 (4.1505)
Dec. 15 (3.8650)
Oct. 1 (3.3675)
July 1 2.5240
July 10 (2.4889)
Feb. 10 (3.5700)
March 23 (3.5350)
June 15 (4.0800)
/USD
4.6
4.4
4.2
4
3.8
3.6
3.4
3.2
3
2.8
2.6
Oct96
Nov
Dec
Jan97
Feb
Mar
Apr
May
Jun
Jul
Aug
Sep
Oct
Nov
Dec
Jan98
Feb
Mar
Apr
May
Jun
Jul
MYR= Bid

نقطة له في ٦ يناير ١٩٩٨ حيث بلغ سعر صرف البيزو الفلبيني ٢ , ٤٥ بيزو للدولار ، وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٥ , ٧١٪ عن مستوى سعر الصرف السائد في ١ يوليو ١٩٩٧ . وقد بدأ سعر صرف البيزو الفلبيني في التحسن وإن كان مسار هذا التحسن قد شابه الكثير من التذبذبات ، فقد وصل في ٢٤ مارس ١٩٩٨ ٨ , ٣٦ بيزو للدولار وهو ما يمثل تحسنا نسبته ٦ , ١٨٪ عن أدنى نقطة له في ٦ يناير ١٩٩٨ ، وإن كان مازال دون مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ بنسبة ٦ , ٣٩ ٪ . وقد اتجه سعر صرف البيزو نحو النزول منذ ذلك التاريخ وإن كان سعر صرفه قد تأرجح كثيرا حتى وصل إلى ٣ , ٤٢ بيزو للدولار ، وهو وإن كان يمثل تحسنا عن مستوى ٦ يناير ١٩٩٨) أدنى نقطة له) ، إلا أنه مازال منخفضا وبشكل حاد عن مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ بنسبة ٥ , ٦٠٪ . (انظر الرسم البياني رقم ٣).

أما الروبية الإندونيسية فقد قامت السلطات الإندونيسية بتوسيع نطاق تحركها صعودا وهبوطا من ٨٪ إلى ١٢٪ إلا أن ذلك لم يُجْدِ حيث اتجه سعر صرفها إلى التدهور وإن كان ذلك بمعدلات بطيئة في البداية ، إذ بدأ الانحدار شديدا وحادا منذ شهر أكتوبر ونوفمبر وتزايدت سرعة الانحدار في ديسمبر حتى وصل سعر صرف الروبية في ٨ يناير ١٩٩٨ إلى ١٠٠٠٠ روبية للدولار وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٣١١٪ عن مستوى سعر صرف الروبية السائد في ١ يوليو ١٩٩٧ ، وهو اليوم السابق على انفجار الأزمة . واستمرت مسيرة الهبوط الحاد ليبلغ سعر صرف الروبية الإندونيسية ١٤٥٥٠ روبية للدولار الأمريكي في ٢٣ يناير ١٩٩٨ ، وهو يشير إلى انخفاض نسبته ٥ , ٤٩٨٪ عن مستوى الأول من يوليو ١٩٩٨ . وقد اتجه سعر صرف الروبية إلى التحسن منذ ذلك الوقت حتى بلغ ٧٤٠ روبية للدولار في ١٣ إبريل ١٩٩٨ ، وهو ما يمثل تحسنا كبيرا بالمقارنة بالمستوى الذي وصلت إليه الروبية الإندونيسية في ٢٣ يناير ١٩٩٨ ، إلا أن الضغوط على الروبية تصاعدت منذ ذلك الوقت وعاد سعر صرفها أمام الدولار إلى الهبوط بشكل حاد حتى بلغ سعر صرف الروبية الإندونيسية أمام الدولار الأمريكي في ١٦ يونيو ١٩٩٨ ـ ١٥٢٠٠ روبية للدولار وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٥ر٤ ٪ عن المستوى المتدني الذي وصلت إليه في ٢٣ يناير ١٩٩٨ ، في حين تصل نسبة الانخفاض إلى ٥٢٥٪ مقارنة بالمستوى السائد في الأول من يوليو ١٩٩٧ (انظر الرسم البياني رقم ٤).



رسم بياني رقم (3)
سعر صرف البيزو الفلبيني
PHP=, Bid Daily
Jan. 6
45.200
Dec. 16
40.500
Oct. 8
35.250
July 9
26.350
July 1
26.350
March 24
36.800
June 15
42.300
PHP= Bid

رسم بياني رقم (4)

سعر صرف الروبية الأندونيسية

July 1
2431.00

July 11
(2448.00)

Jan. 8
10000.00

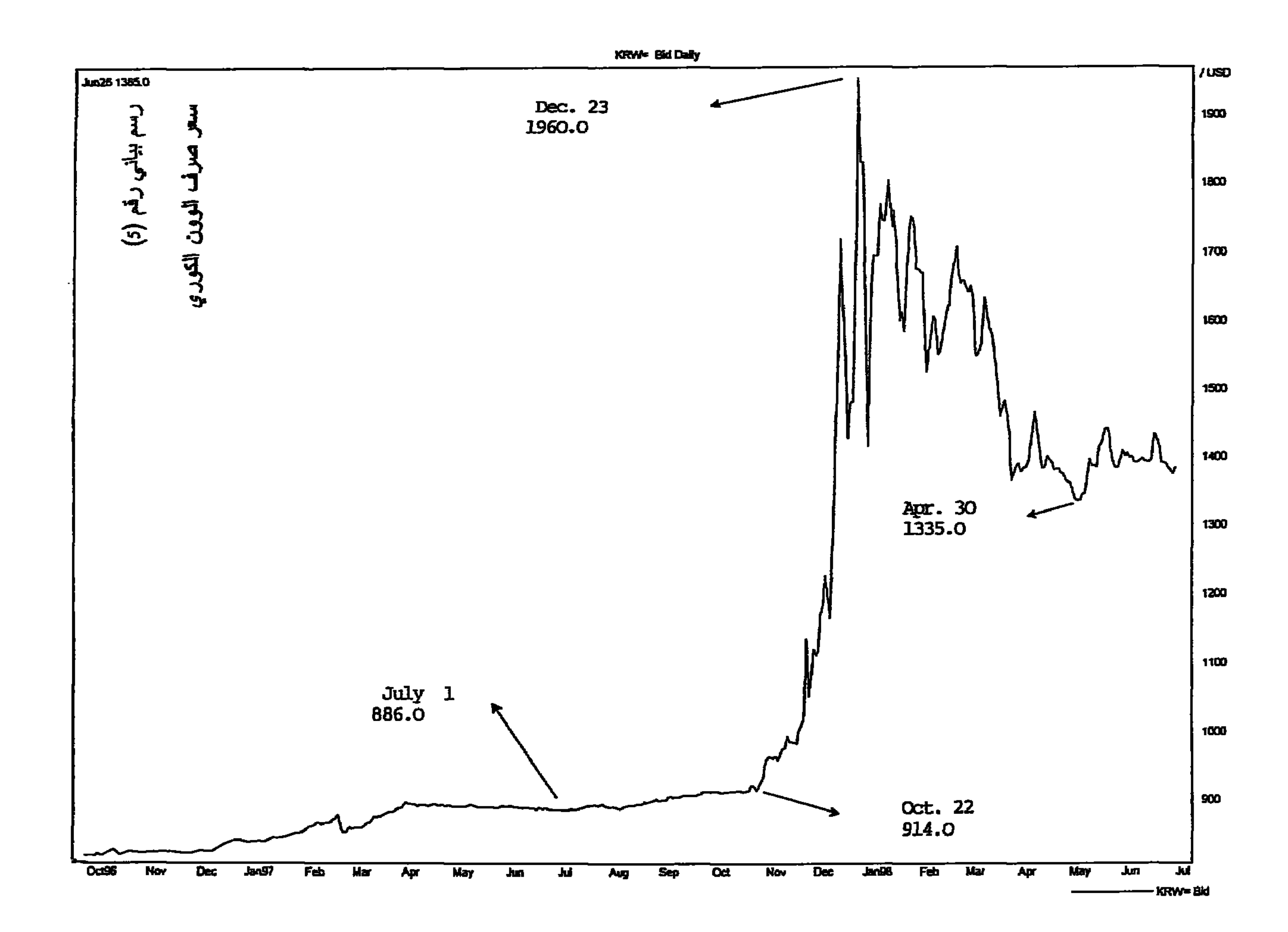
Jan. 23
14550.00

April 13
7400.00

June 16
15200.00

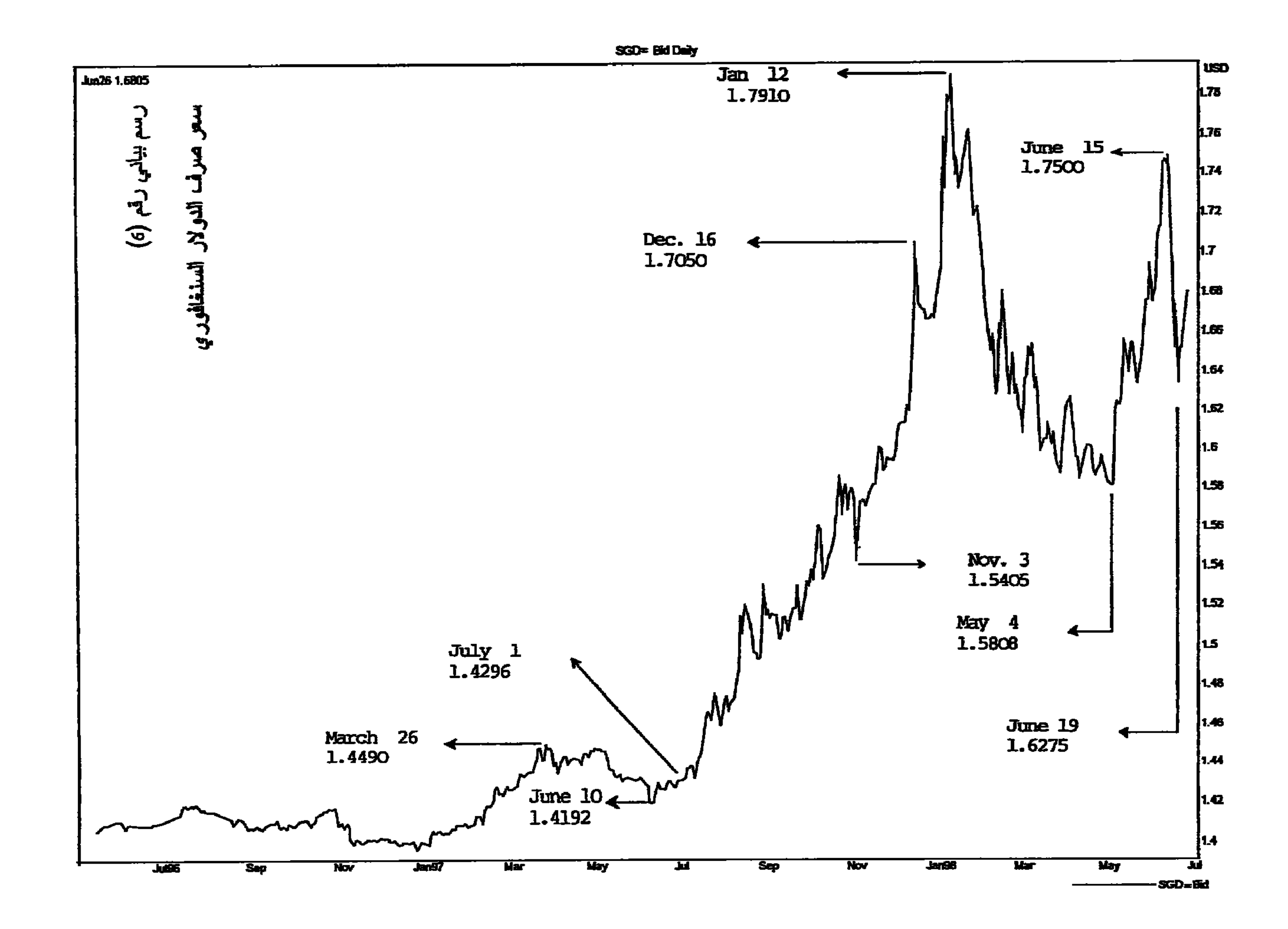
أما الـوون الكوري فقد بلغ سعـر صرفه ٨٨٦ وون للـدولار الأمـريكي في الأول من يوليو ١٩٩٧ . ولم يتعـرض الـوون الكـوري للهـزات العنيفـة ذاتها التي تعـرضت لها عملات دول جنوب شرق آسيـا الأخرى ، حيث ظل سعر صرف الوون يتسـم بالثبات النسبي مع تعـرضه لانخفـاض طفيف ، إذ بلغ سعر صرفـه في ٢٢ أكتوبـر - أي بعد مرور ما يقارب أربعة شهور من بداية الأزمة - ٩١٤ وون كوري للدولار الأمريكي ، وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٣,٢٪ مقارنة بسعر الصرف السائد في ١ يوليو ١٩٩٧ . ومنذ نهاية أكتوبر ١٩٩٧ بدأ سعـر صرف الوون الكـوري في التدهـور وبمعدلات سريعـة وبشكل حـاد ليصل إلى أدنى نقطة لـه في ٢٣ ديسمبر ١٩٩٧ حيث بلغ ١٩٦٠ وون كـوري للدولار الأمـريكي ، وهو ما يشير إلى انخفـاض نسبته ١٢١٪ مقارنة بـالمستوى السائد في الأول من يوليو ١٩٩٧ قبل انفجار الأزمة بيوم واحـد . ونتيجة للعديد من الإجراءات الاقتصـادية الخاصـة بمعالجة مـديونيـة الجهاز المصرفي بجانـب الاتفاق مع الصندوق والبنوك العـالمية منذ بدأ تحسن سعر صرف الوون منـذ نهاية ديسمبر ، بدأت مسيرة التحسن البطيء وإن كان قد شابها العديد من التقلبات ليصل سعر صرف الوون الكوري في نهاية إبريل - ٣٠ إبريل ١٩٩٨ - إلى ١٣٣٥ وون كوري للدولار الأمريكي ، وهو مـازال يمثل انخفاضـا كبيرا نسبته ٥٠,٦٪ عنـد مستوى الأول من يـوليو ١٩٩٧ (انظر الرسم البياني رقم ٥) .

أمـا الدولار السنغـافوري فقـد بلغ سعر صرفـه ١,٤١٩ دولار سنغافـوري مقابل الدولار الأمريكي وذلك في ١ يوليو ١٩٩٧ ، وقد تعرض الدولار السنغافوري للضغوط التي تعرضت لها عمـلات دول جنوب شرق آسيا الأخرى ، وإن كان بـدرجة تقل كثيرا نظرا للظـروف المالية والاقتصاديـة التي تتمتع بها سنغافـورة . فقد تدهـور سعر صرف الدولار السنغافوري منـذ الثاني من يوليو ١٩٩٧ ليصل إلى ١,٥٤١ دولار سنغافوري مقابل الـدولار الأمريكي في ٣ نوفمبر ١٩٩٧ ، واستمر الـدولار السنغافوري في نـزوله حتى وصـل إلى ١,٧١ دولار سنغـافـوري مقابل الـدولار الأمـريكي في ١٦ ديسمبر ١٩٩٧، وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ١٩,٢٪ عن المستوى الذي كان سائدا في الأول من يوليو ١٩٩٧ . وقد استمر هذا التدهـور ليصل سعر صرف الدولار السنغافوري إلى أدنى نقطة له في ١٢ يناير ١٩٩٨ حيث بلغت قيمته ١,٧٩١ دولار سنغافوري مقابل الدولار الأمريكي ، وهو يشير بـذلك إلى انخفاض نسبته ٢٥٪ عن المستوى السائد في

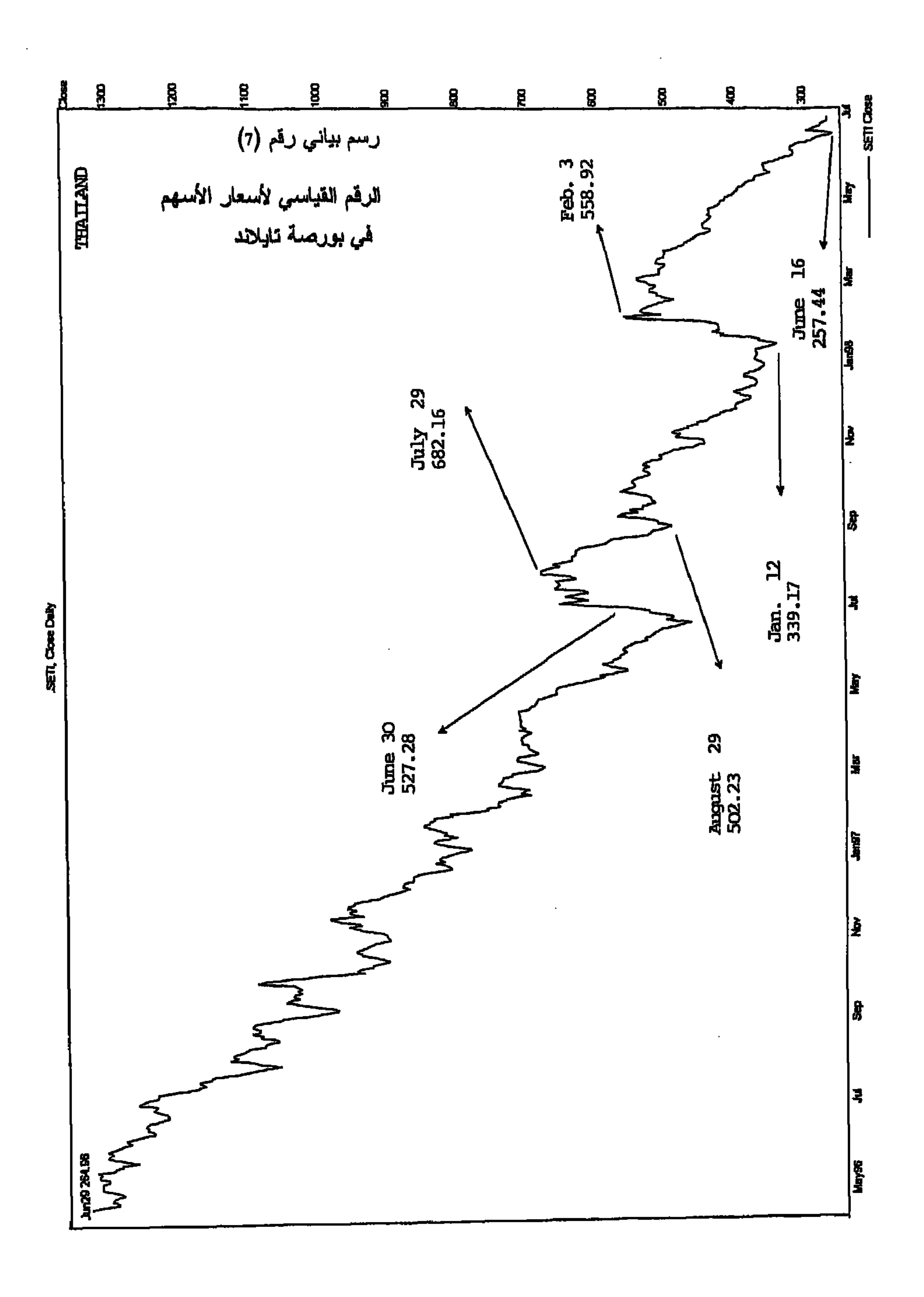

KRW= Bid Daily
Jun25 1385.0
رسم بياني رقم (5)
سعر صرف الوون الكوري
Dec. 23
1960.0
July 1
886.0
Oct. 22
914.0
Apr. 30
1335.0
/USD
1900
1800
1700
1600
1500
1400
1300
1200
1100
1000
900
Oct96
Nov
Dec
Jan97
Feb
Mar
Apr
May
Jun
Jul
Aug
Sep
Oct
Nov
Dec
Jan98
Feb
Mar
Apr
May
Jun
Jul
KRW= Bid

اليوم السابق على انفجار الأزمة في ٢ يوليو ١٩٩٧ . وقد بدأ تحسن الدولار السنغافوري ، وإن كان قد تعرض لعديد من التذبذبات ، إلا أنها تذبذبات لم تعوق الاتجاه العام للتحسن ، حيث وصل سعر صرف الدولار السنغافوري إلى ٥٨١ , ١ دولار سنغافوري مقابل الدولار الأمريكي في ٤ مايو ١٩٩٨ ، وهو ما يمثل تحسنا واضحا مقارنة بالوضع في ١٢ يناير ١٩٩٨ . وإن كان ما زال دون مستواه في الأول من يوليو ١٩٩٧ بنسبة ٦ , ١٠٪ ، وقد عاود الدولار السنغافوري الهبوط مرة أخرى ليصل في منتصف يونيو ١٩٩٨ إلى ٧٥٠ , ١ دولار سنغافوري مقابل الدولار الأمريكي ، وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٧ , ١٠ عن مستوى سعر الصرف السائد في ٤ مايو ١٩٩٨ ، وإن كان مازال دون مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ بنسبة ٤ , ٢٢٪ . (انظر الرسم البياني رقم ٦).

أما أسواق المال في دول جنوب شرق آسيا فقد أصابها الانهيار هي الأخرى ، وإن كان الاتجاه النزولي قد بدأ قبل بدء تدهور سعر صرف العملات بفترة زمنية يختلف طولها أو قصرها من دولة إلى أخرى كما سنرى فيها بعد . إذ يشير مؤشر أسعار الأسهم في بورصة تايلاند إلى أن الاتجاه النزولي لهذا المؤشرقد بدأ منذ يونيو١٩٩٦ واستمر هذا الاتجاه العام حتى بلغ أدناه في مايو ١٩٩٧ حيث عاود الارتفاع مرة أخرى ليصل إلى ٢٨ , ٥٢٧ نقطة في ٣٠ يونيو ١٩٩٧ ، واستمر الاتجاه الصعودي حتى وصل ذروته في ٢٩ يوليو ١٩٩٧ حيث بلغ المؤشر ١٦ , ٦٨٢ نقطة . ومنذ ذلك التاريخ بدأ انهيار السوق وبشكل حاد واستمر تدهور مؤشر الأسهم ليصل إلى ١٧ , ٣٣٩ نقطة وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٣ , ٥٠٪ عن مستوى الذروة في ٢٩ يوليو ، بينما يمثل الانخفاض نسبة ٧ , ٣٥٪ مقارنة بمستوى المؤشر في ٣٠ يونيو ١٩٩٧ أي قبل انفجار الأزمة بيومين في ٢ يوليو ١٩٩٧ . وإذا كان نشاط سوق الأسهم قد تسارعت وتائره بعد ذلك ولفترة زمنية قصيرة ليصل مؤشر الأسهم في ٣ فبراير ١٩٩٨ إلى ٩٢ , ٥٥٨ نقطة ، إلا أنه عاود التدهور مرة أخرى وبشكل واضح حتى منتصف يونيو ١٩٩٨ ، حيث بلغ مؤشر أسعار الأسهم في بورصة تايلاند في ١٦ يونيو ١٩٩٨ ٤٤ , ٢٥٧ نقطة أي ما يعكس انخفاضا نسبته ٣ , ٦٢٪ عن مستوى الذروة في ٢٩ يوليو ١٩٩٧ ، كما ينخفض بنسبة ٢ , ٥١٪عن المستوى السائد في ٣٠ يونيو ١٩٩٧ . (انظر الرسم البياني رقم٧)



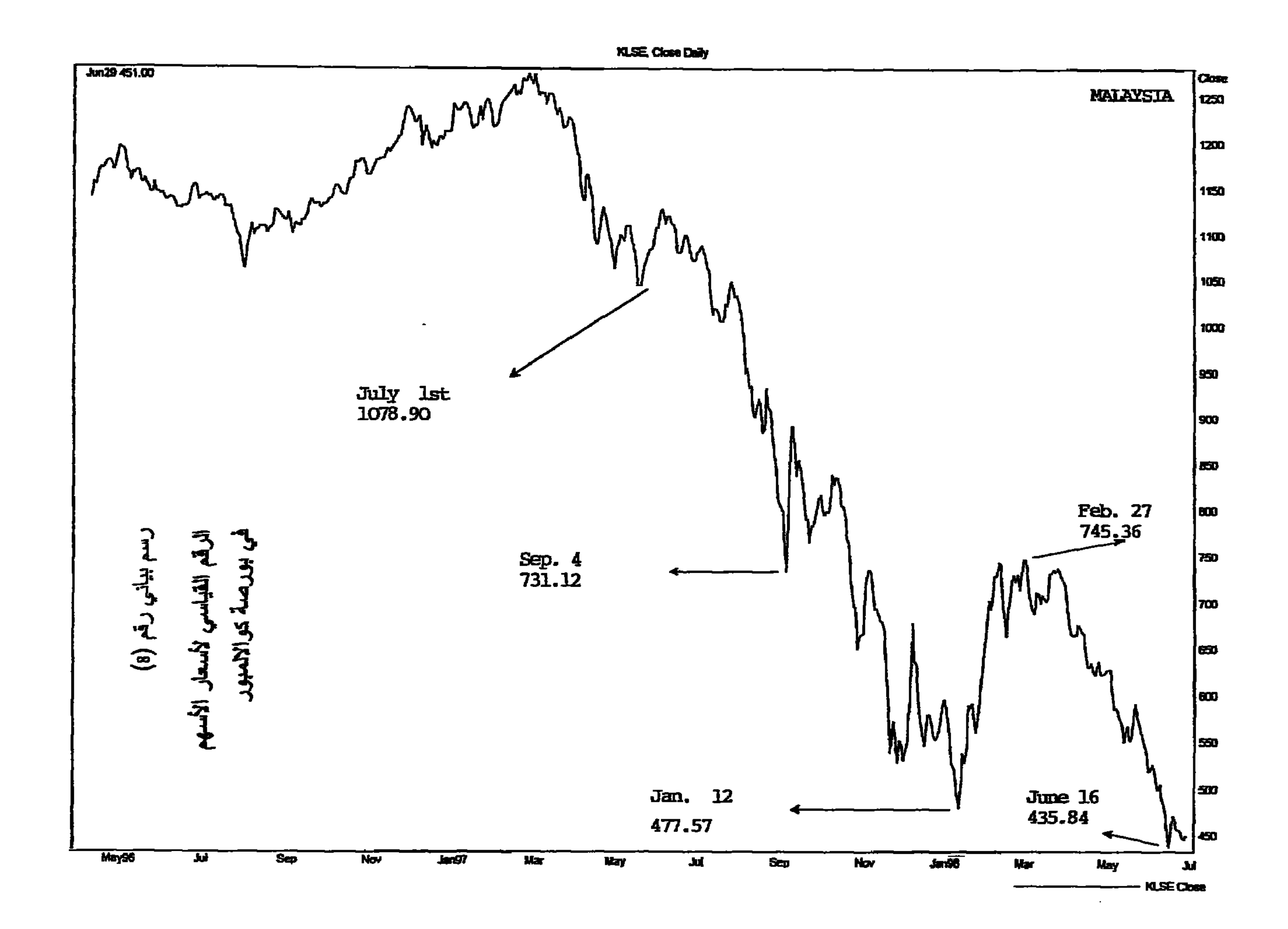
SGD= Bid Daily
Jun26 1.6805
رسم بياني رقم (6)
سعر صرف الدولار السنغافوري
Jan 12
1.7910
June 15
1.7500
Dec. 16
1.7050
Nov. 3
1.5405
May 4
1.5808
July 1
1.4296
June 19
1.6275
March 26
1.4490
June 10
1.4192
USD
1.78
1.76
1.74
1.72
1.7
1.68
1.66
1.64
1.62
1.6
1.58
1.56
1.54
1.52
1.5
1.48
1.46
1.44
1.42
1.4
Jul96
Sep
Nov
Jan97
Mar
May
Jul
Sep
Nov
Jan98
Mar
May
Jul
SGD=Bid



رسم بياني رقم (7)
الرقم القياسي لأسعار الأسهم
في بورصة تايلاند
THAILAND
.SETI, Close Daily
Feb. 3
558.92
July 29
682.16
June 16
257.44
Jan. 12
339.17
June 30
527.28
August 29
502.23
Jan29 264.98
SETI Close

أما بورصة كوالالمبور فقد بدأ التدهور فيها قبل بدء تدهور سعر صرف الرينجيت الماليزي كما يوضح ذلك الرسم البياني لتحركات مؤشر أسعار الأسهم في البورصة الماليزية. وقد بلغ مؤشر الأسهم في البورصة المذكورة ٩ , ١٠٧٨ نقطة في ١يوليو ١٩٩٧ ، وقد حقق المؤشر ارتفاعا طفيفا في يوليو ثم بدأ رحلة الهبوط ليصل في ٤ سبتمبر ١٩٩٧ إلى ١٢ , ٧٣١ نقطة مسجلا بذلك انخفاضا نسبته ٣ , ر٣٢٪ مقارنة بمستوى الأول من يوليو ١٩٩٧. وإذا كانت حركة مؤشر الأسهم قد شابها العديد من التقلبات الحادة إلا أن الاتجاه العام كان نزوليا ، وقد استمر التدهور والانحدار حتى بلغ في ١٢ يناير ١٩٩٨ ـ ٥٧ , ٤٧٧ نقطة مسجلا بذلك انخفاضا نسبته ٧ , ٣٤٪ عن مستوى ٤ سبتمبر ١٩٩٧ ، وإن كان الانخفاض يبلغ نسبة ٨ , ٥٥٪ مقارنة بالمستوى السائد في ١ يوليو ١٩٩٧ . وقد حقق النشاط في بورصة كوالالمبور حركة صعودية في مؤشر أسعار الأسهم حيث بلغ ذروته في ٢٧ فبراير ١٩٩٨ مسجلا بذلك ٣٦ر٧٤٥ نقطة، وهو ما يزيد بنسبة ٥٦٪ عن مستوى ١٢ يناير ١٩٩٨ إلا أنه مازال دون مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ بنسبة ٣١٪ وهو اليوم السابق على نشوء الأزمة . وقد شاهد سوق الأصول المالية تدهورا واضحا بعد ذلك وبشكل حاد حتى بلغ ٨٤ , ٤٣٥ نقطة في ١٦ يونيو ١٩٩٨ وهو أدنى نقطة حققها هذا المؤشر خلال الفترة محل الدراسة، ويمثل ذلك انخفاضا نسبته ٧ , ٥٩٪ عن مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ ، في حين يبلغ الانخفاض نسبة ٥ , ٤١٪عن مستوى ذروة ٢٧ فبراير١٩٩٨ . (انظر الرسم البياني رقم ٨).

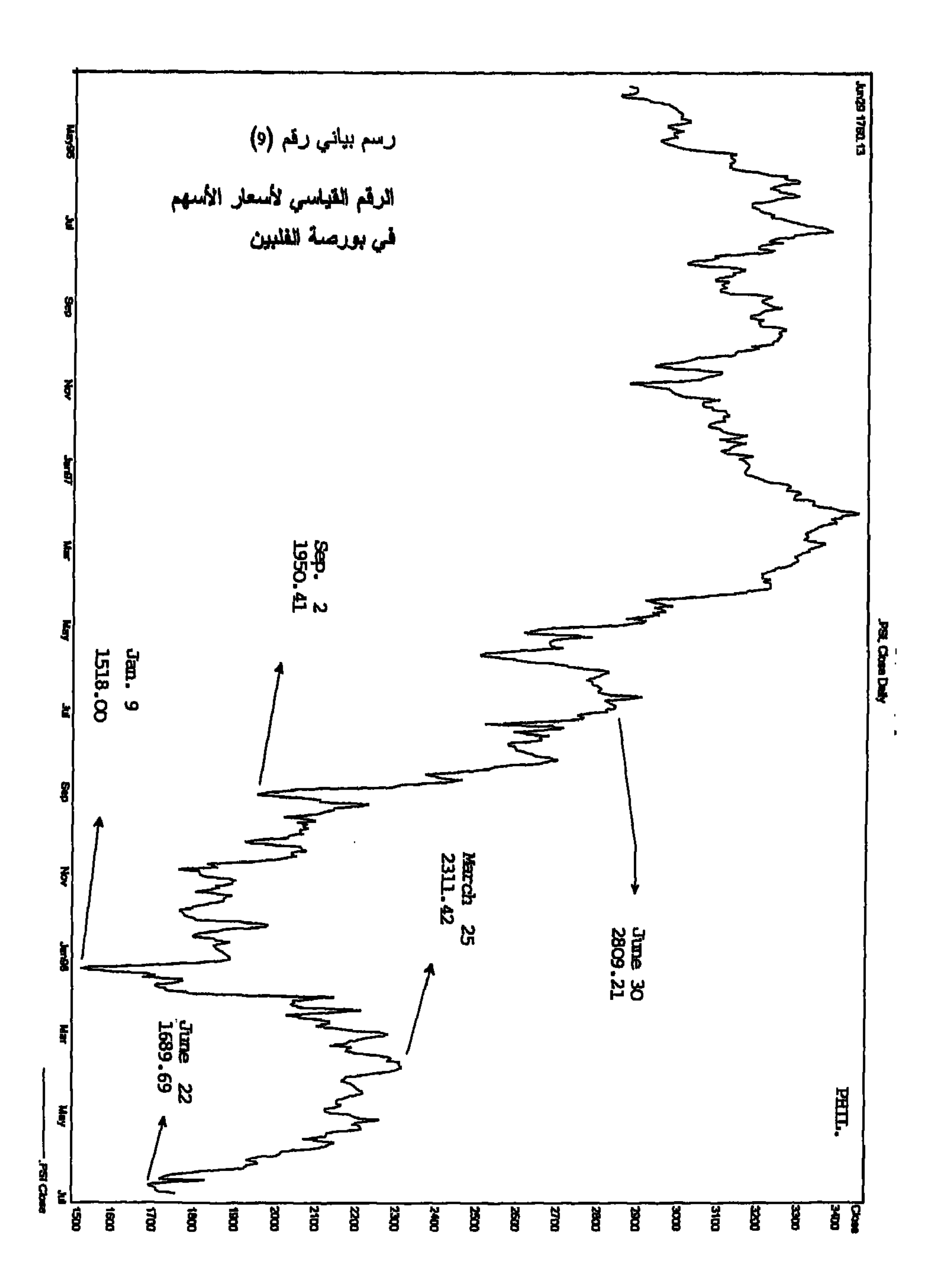
وشهد سوق الأوراق المالية في الفلبين اتجاها نزوليا هو الآخر منذ بداية عام ١٩٩٧ ، وقد استمر هذا الاتجاه بصورة عامة حتى أوائل يونيو ١٩٩٧ حيث تولد اتجاه صعودي استمر حتى ٣٠ يونيو ١٩٩٧ إذ بلغ مؤشر أسعار الأسهم في بورصة الفلبين ٢ , ٢٨٠٩ نقطة . وقد بدأ تدهور السوق منذ ذلك الوقت مع تذبذبات طفيفة إلى أعلى حتى وصل مؤشر سوق الأسهم إلى ٤ , ١٩٥٠ نقطة في ٢ سبتمبر ١٩٩٧ ، ويكون بذلك قد سجل انخفاضا نسبته ٦ , ٣٠٪ مقارنة بالمستوى السائد في ٣٠ يونيو، واستمر هذا الاتجاه النزولي حتى وصل مؤشر أسعار الأسهم في ٩ يناير ١٩٩٨ إلى ١٥١٨ نقطة مسجلا بذلك انخفاضا نسبته ٤٦٪ مقارنة بالمستوى السائد قبل انفجار الأزمة في ٣٠ يونيو ١٩٩٧ ، وتمثل هذه القيمة لمؤشر أسعار الأسهم أدنى قيمة حققها خلال الفترة محل

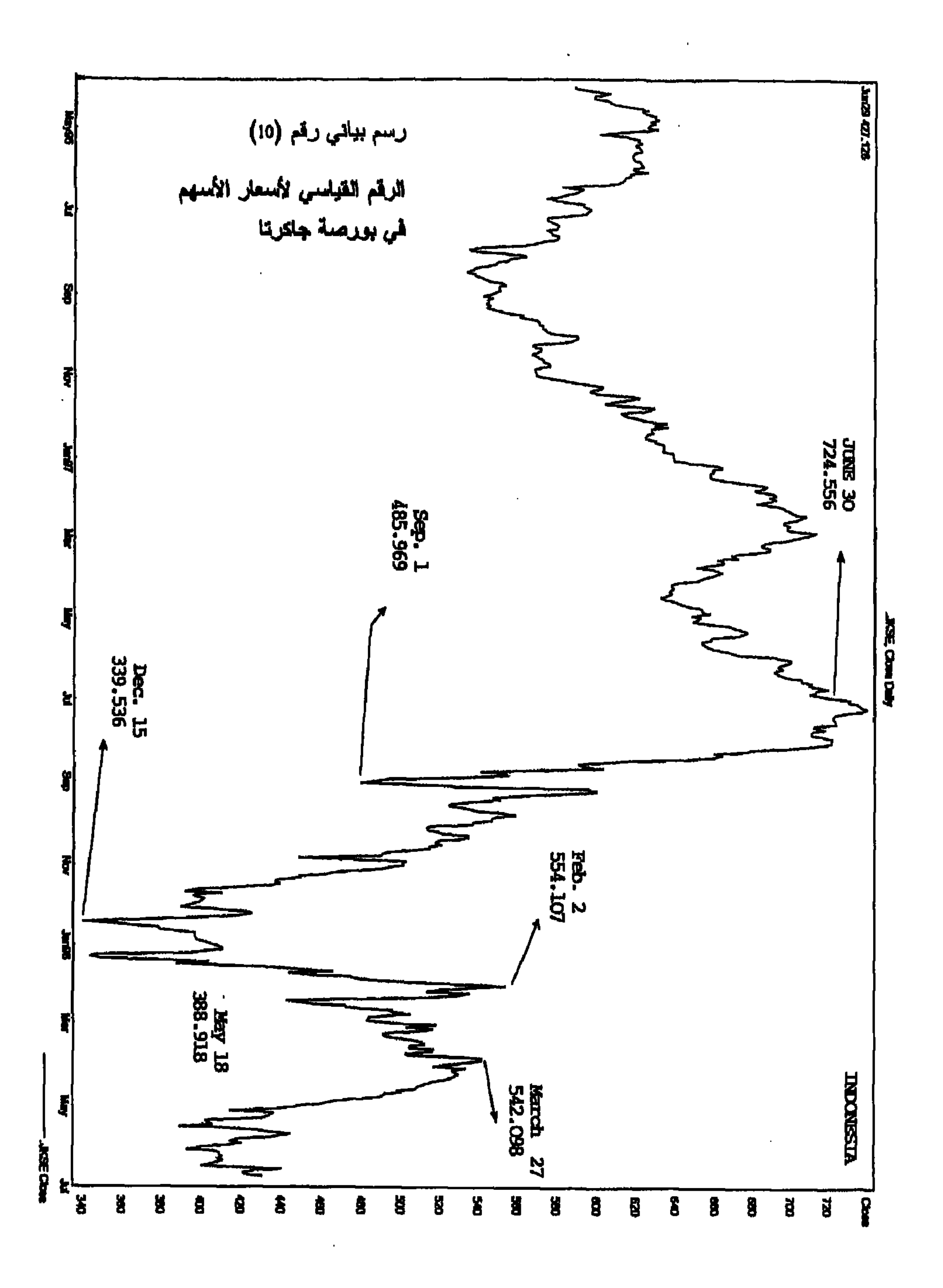


KLSE Close Daily
MALAYSIA
Jun29 451.00
July 1st
1078.90
Sep. 4
731.12
Jan. 12
477.57
Feb. 27
745.36
June 16
435.84
KLSE Close
رسم بياني رقم (8)
الرقم القياسي لأسعار الأسهم
في بورصة كوالالمبور

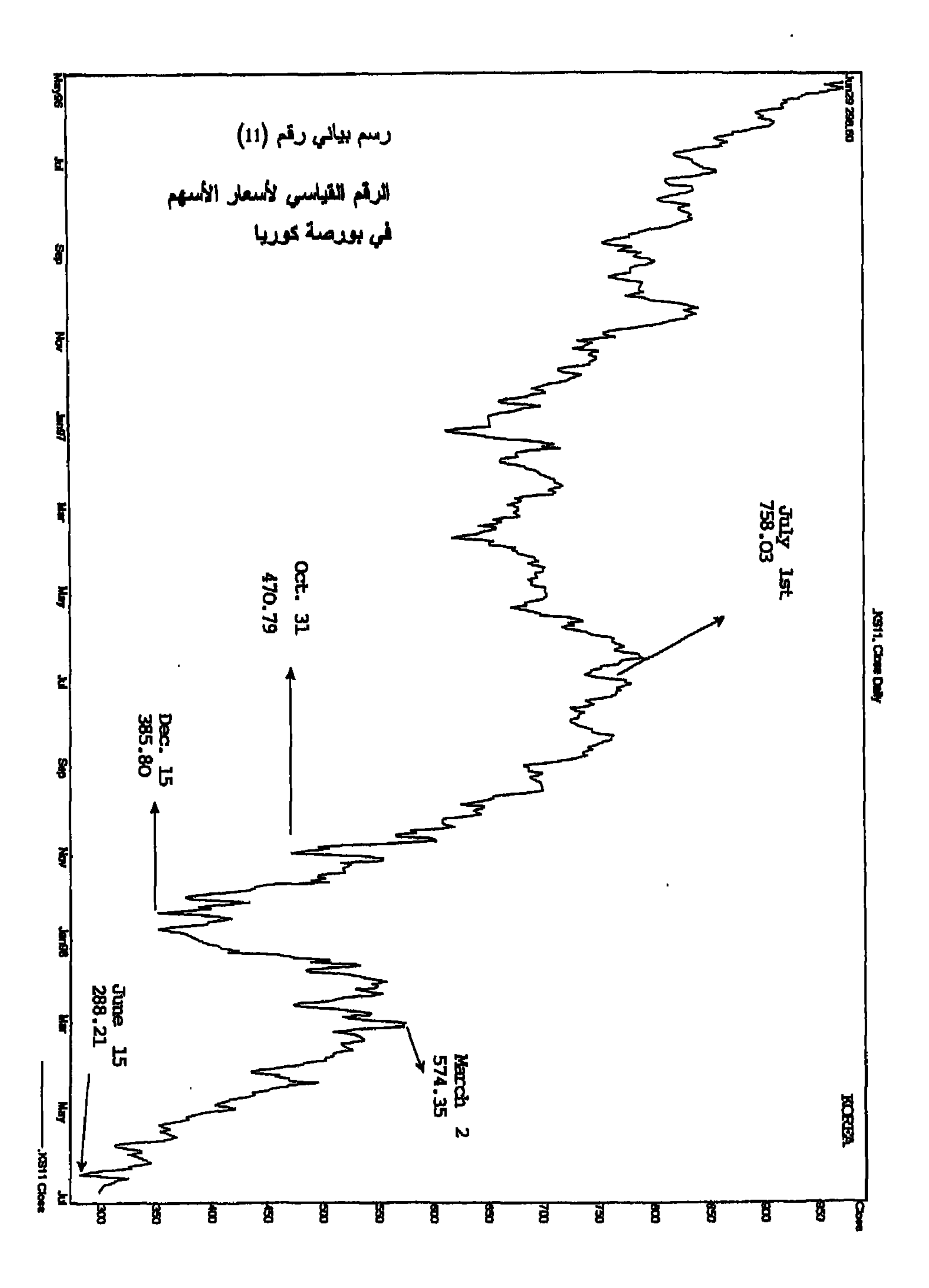
الدراسة ، حيث بدأ منذ ذلك التاريخ اتجاها صعوديا بلغ ذروته في ٢٥ مارس ١٩٩٨ حيث وصل مؤشر الأسهم إلى ٤ , ٢٣١١ نقطة محققا بذلك زيادة نسبتها ٣ , ٥٢٪ مقارنة بمستوى أدنى نقطة في ٩ يناير ١٩٩٨ ، وإن كان مازال دون مستوى ٣٠ يونيو ١٩٩٧ بنسبة ٧ , ١٧٪ . وقد بدأت حركة النشاط في التراجع واتجه المؤشر نحو النزول بمعدلات سريعة حتى وصل في ٢٢ يونيو ١٩٩٨ إلى ٦٩ , ١٦٨٩نقطة، مسجلا بذلك انخفاضا نسبته ٨ , ٣٩٪ مقارنة بمستوى نهاية يوم ٣٠ يونيو ١٩٩٧ ، . (انظر الرسم البياني رقم ٩) .

وسجل سوق الأسهم في جاكرتا (إندونيسيا) انخفاضا حادا منذ نهاية يونيو وأوائل يوليو ١٩٩٧ ، ففي ٣٠ يونيو ١٩٩٧ بلغ مؤشر أسعار الأسهم في السوق ٥٥٦ , ٧٢٤ نقطة ، وبدأ هذا المؤشر بالانحدار بشكل حاد إلى أن بلغ ,٩٦٩ , ٤٨٥ نقطة في الأول من سبتمبر ١٩٩٧ مسجلا بذلك انخفاضا نسبته ٣٣٪عن المستوى السائد في ٣٠ يونيو ، وإذا كان شهر سبتمبر ١٩٩٧ قد شهد اتجاها إلى أعلى لهذا المؤشر أي أنه عاد للهبوط وبسرعة حتى بلغ أدنى نقطة له في ١٥ ديسمبر ١٩٩٧ حيث سجل مؤشر أسعار الأسهم في بورصة جاكرتا ٥٣٦ , ٣٣٩ نقطة ، بما يعني انخفاضا نسبته ١ , ٥٣٪ مقارنة بالمستوى السائد في نهاية يونيو ١٩٩٧ ، وهكذا حققت بورصة جاكرتا خسارة تزيد عن ٥٠٪ من القيمة السوقية للأسهم المسجلة بها . وقد سجل مؤشر الأسهم اتجاها صعوديا منذ أوائل يناير ١٩٩٨ حتى وصل إلى ١٠٧ , ٥٥٤ نقطة في ٢ فبراير ١٩٩٨ محققا بذلك زيادة نسبتها ٢ , ٦٣٪ مقارنة بأدنى نقطة وصل إليها في ١٥ ديسمبر ١٩٩٧ ، وإن كان مازال دون مستوى ٣٠ يونيو ١٩٩٧ بنسبة ٥ , ٢٣٪ . وإذا كان مؤشر الأسهم قد اتجه نحو الهبوط منذ الثاني من فبراير ١٩٩٨ إلا أنه عاود الصعود مرة أخرى ليصل إلى ذروة أخرى في ٢٧ مارس ١٩٩٨ حيث وصل المؤشر إلى ٠٩٨ , ٥٤٢ نقطة ، إلا أن قوى الدفع إلى أسفل كانت أقوى ، فاتجه المؤشر نحو الانحدار وبحدة شديدة حتى وصل إلى ٩١٨ر٣٨٨ نقطة في ١٨ مايو ١٩٩٨ وهو مايشير إلى انخفاض نسبته ٣ , ٤٦٪ مقارنة بمستوى ٣٠ يونيو ١٩٩٧ ، وإن كان يزيد عن أدنى نقطة حققها المؤشر (في ١٥ ديسمبر ١٩٩٧) بنسبة ٥ , ١٤٪ . (انظر الرسم البياني رقم ١٠) .


رسم بياني رقم (9)
الرقم القياسي لأسعار الأسهم
في بورصة الفلبين
PHIL.
PSI Close Daily
June 30
2809.21
March 25
2311.42
Sep. 2
1950.41
Jan. 9
1518.00
June 22
1689.69
PSI Close

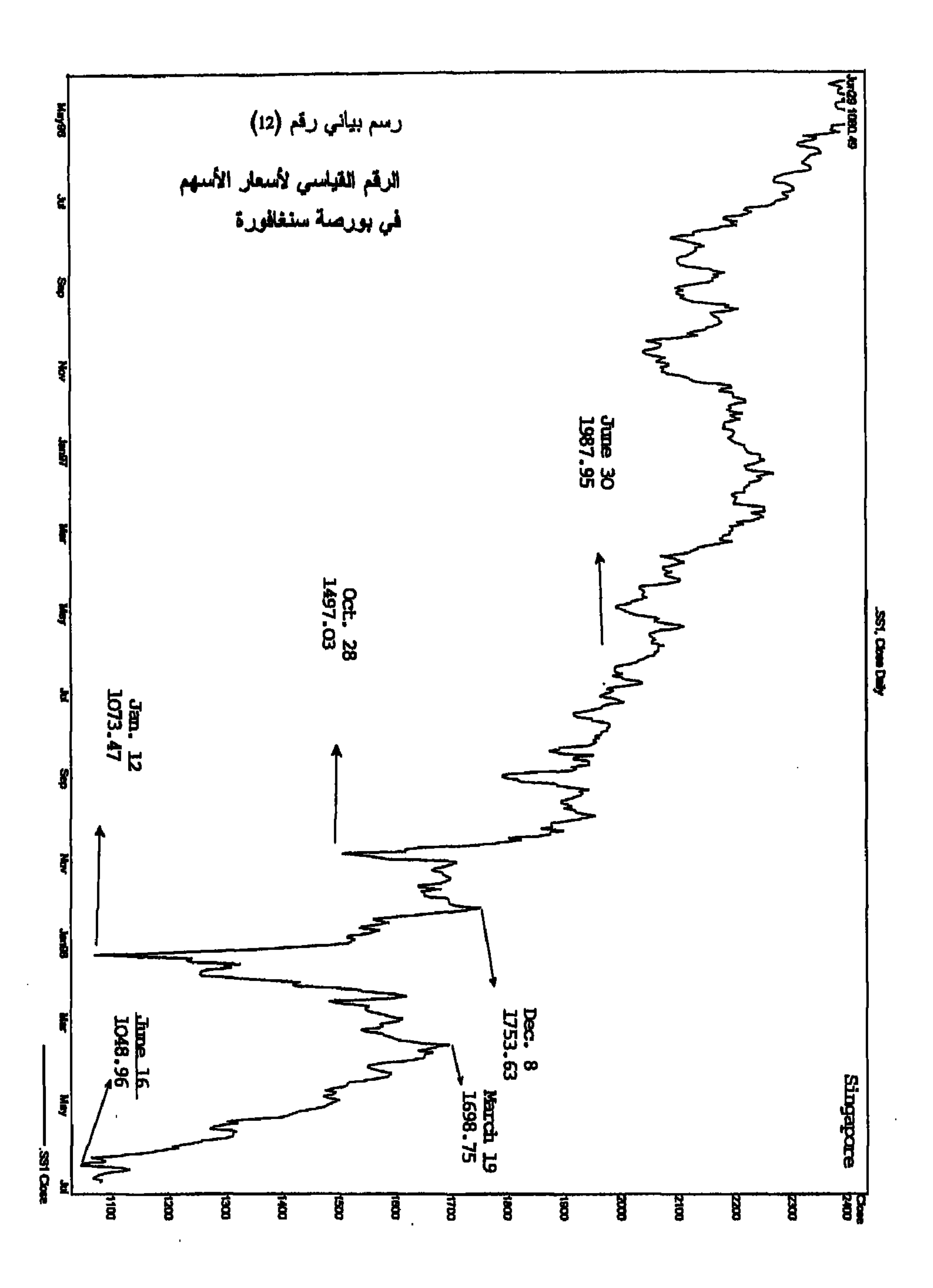

رسم بياني رقم (10)
الرقم القياسي لأسعار الأسهم
في بورصة جاكرتا
INDONESIA
JSE, Close Daily
JUNE 30
724.556
Sep. 1
485.969
Dec. 15
339.536
Feb. 2
554.107
May 18
388.918
March 27
542.098

وكان الاتجاه النزولي لمؤشر أسعار الأسهم في بورصة كوريا الجنوبية واضحا منذ الأول من يـوليو ١٩٩٧، حيث وصل المؤشر إلى ٠٣ , ٧٥٨ نقطة ، وقد استمر تـدهور هذا المؤشر حتى وصل إلى ٧٩ , ٤٧٠ نقطة في ٣١ أكتوبر ١٩٩٧ ، مسجلا بذلك انخفاضا نسبته ٣٨٪ مقارنة بمستوى الأول من يـوليو ١٩٩٧ ، واستمـر الاتجاه النزولي حتى ١٥ ديسمبر ١٩٩٧ حيث وصل مؤشر الأسهم إلى ٨٠ , ٣٨٥ نقطة وهو ما يعني انخفاضا نسبته ١٢٪عن مستوى ٣١ أكتوبر ١٩٩٧ ، وإن كان ينخفض عـن مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ بنسبة ٤٩٪ ، وهكذا يمكن القـول إن بورصة الأوراق المالية في كـوريا قد خسرت خلال الأشهـر الستة الثـانية مـن عام ١٩٩٧ ما يقـرب من ٥٠٪ من القيمة السوقية لأسهم الشركات المسجلة بها . ومنـذ منتصف ديسمبر تولد اتجاه صعودي نظرا لتحسن بعض الأوضـاع نتيجة لـلاتفـاق مع الصنـدوق وتولـد بـارقة الأمل نحـو حل مشكلة مـديونيـات البنوك الكوريـة . . . إلخ ، حيث صعد مـؤشر الأسهم في السوق الكوري إلى ٣٥ , ٥٧٤ نقطة في ٢ مارس ١٩٩٨ مسجلا بذلك زيادة نسبتها ٨ , ٤٨٪ عن أدنى نقطة وصل إليها في ١٥ ديسمبر ١٩٩٧ . إلا أن هذا الاتجاه كان متـوقعا ، إذ ما لبث أن اتجه المؤشر بفعل عوامل أخرى نحو الهبوط وبشكل حاد حتى وصل إلى أدنى نقطة خلال الفترة محل الدراسة في ١٥ يونيو ١٩٩٨ حيث وصل إلى ٢١ر٢٨٨ نقطة ، مسجلا بذلك انخفاضا نسبته ٨ , ٤٩٪ عن مستوى ٢ مارس ١٩٩٨ ، في حين يصل الانخفاض إلى نسبـة ٦٢٪ مقـارنة بمستـوى الأول من يوليـو ١٩٩٧ . (انظر الـرسم البياني رقم ١١). ويمكن القـول إن الاتجاه العام لمؤشر الأسهم في بـورصة سنغـافورة كان نزوليا منذ يناير ١٩٩٧ وإن لم يكن الانحدار حـادا بل طفيفا للغايـة . وقد وصل مؤشر أسعار الأسهم إلى ٩٥ , ١٩٨٧ نقطة في الأول من يوليو ١٩٩٧ ، ويبدو الاتجاه واضحا نحو الهبوط البطيء في البداية ثم الانحدار السريع بعد ذلك حتى وصل مؤشر أسعـار الأسهم إلى ٠٣ , ١٤٩٧ نقطة في ٢٨ أكتوبر١٩٩٧ مسجلا بذلك انخفاضا نسبته ٧ , ٢٤٪ عن مستـوى الأول من يـوليـو ١٩٩٧ ، وإذا كان المؤشر قـد اتجه نحـو الارتفاع حتى وصل إلى ٦٣ , ١٧٥٣ نقطة في ٨ ديسمبر ١٩٩٧ ، إلا أن الاتجاه سرعان ما تحول نحو الانحدار الشديد والحاد حتى وصل مؤشر أسعار الأسهـم إلى ٤٧ , ١٠٧٣ نقطة في ١٢ يناير ١٩٩٨، وهو يشير بذلك إلى انخفاض نسبته ٤٦٪ عن مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ . وبدأ مؤشر أسعار الأسهـم بالتحرك إلى أعلى وبمعدلات سريعة حتى


رسم بياني رقم (11)
الرقم القياسي لأسعار الأسهم
في بورصة كوريا
July 1st
758.03
Oct. 31
470.79
Dec. 15
385.80
March 2
574.35
June 15
288.21
KOREA

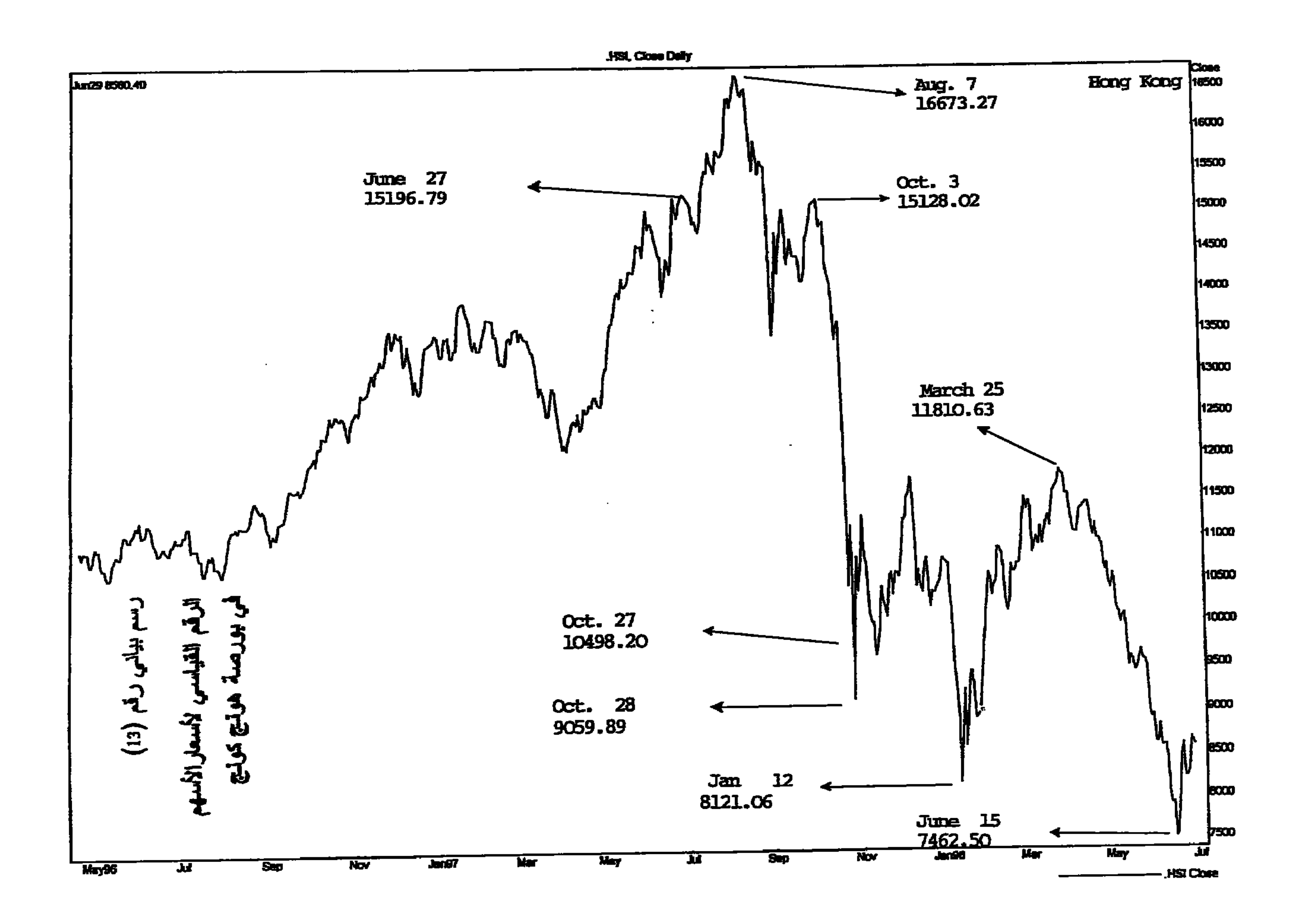
وصل إلى ١٦٩٨,٧٥ نقطة في ١٩ مارس ١٩٩٨ ، مسجلا بذلـك زيادة نسبتها ٥٨٪ مقارنة بمستوى ١٢ يناير ١٩٩٨ ، وإن كان مازال دون مستوى أول يوليو ١٩٩٧ بنسبة ١٤,٥٪ .ومنذ ذلك الحين - أي منذ ١٩ مارس ١٩٩٨ اتجه مؤشر الأسهم نحو الهبوط الحاد ليسجل في ١٦ يونيو ١٩٩٨ أدنى نقطة لـه حيث وصل إلى ١٠٤٨,٩٦ نقطة ، وهو ما يشير إلى انخفاض نسبته ٤٧,٢٪ عن مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ . (انظر الرسم رقم ١٢).

أما مؤشر أسعار الأسهم في بورصة هونج كونج فقد سجل اتجاها صعوديا منذ بداية عام ١٩٩٧ حتى وصل في ٢٧ يونيو ١٩٩٧ إلى ١٥١٩٦,٧٩ نقطة ، ثـم استمر في اتجاهه الصعودي حتى بلغ ذروته في ٧ أغسطس ١٩٩٧ مسجلا بذلك ١٦٦٧٣,٢٧ نقطة ، ثم اتجه نحو الهبوط حتى نهايـة أغسطس وأوائل سبتمبر ، ثم عاود الصعود مرة أخرى ليبلغ في ٣ أكتوبر ١٩٩٧ ـ ١٥١٢٨,٠٢ نقطة . ومنذ الثاني من أكتوبر بدأ الانحدار إلى أسفل بمعدلات سريعـة وبشكل حاد حتى وصل إلى ١٠٤٩٨,٢٠ نقطة في ٢٧ أكتوبر ١٩٩٧، ثم انخفض في اليوم التالي على التوالي ـ أي ٢٨ أكتوبر ١٩٩٧ - إلى ٩٠٥٩,٨٩ نقطة مسجلا بذلـك انخفاضا نسبته ٤١,١٪ مقارنة بمستوى الثاني من أكتوبر ١٩٩٧ ، في حين يصل الانخفـاض إلى نسبـة ٤٥,٧٪ مقارنة بمستوى الذروة في ٧ أغسطس ١٩٩٧ . وإذا كان مؤشر الأسهـم في بورصة هونج كونـج قد بدأ في الارتفاع مرة ثانية منذ نهاية أكتوبر ١٩٩٧ ، إلا أنه عاود الانحدار مرة أخرى ليصل في ١٢ يناير ١٩٩٨ إلى ٨١٢١,٠٦ نقطة وهـو ما يشير إلى انخفـاض نسبته ٥١,٣٪ عن مستوى الذروة في ٧ أغسطس ١٩٩٧ . ومنذ ١٢ يناير ١٩٩٨ اتجه مؤشر أسعار الأسهم نحو الارتفاع ليصل إلى ١١٨١٠,٦٣ نقطة في ٢٥ مارس ١٩٩٨، في حين اتجه نحو الانخفاض وبشكل سريـع مرة أخرى ليصل إلى أدنى نقطة لـه ـ خلال الفترة محل الدراسة ـ في ١٥ يونيو ١٩٩٨ مسجلا بذلك ٧٤٦٠ر٥٠ نقطة ، وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٥٥,٢٪ عن مستوى الـذروة في ٧ أغسطس ١٩٩٧ . ,(انـظر الرسم البياني رقم١٣) .



رسم بياني رقم (12)

الرقم القياسي لأسعار الأسهم
في بورصة سنغافورة



رسم بياني رقم (13)

الرقم القياسي لأسعار الأسهم في بورصة هونج كونج

يمثل ما سبق وصفا تحليليا للتدهور الذي أصاب سوق صرف عملات جنوب شرق آسيا وأسواقها المالية الأخرى . ولاشك أن انهيار أسعار صرف العملات الآسيوية وتراجع أسواقها المالية يمثلان التعبير الخارجي عن أزمة محلية عميقة الجذور ولابد لنا من فحص هذه الجذور والوصول إليها وهي مهمة هذه الدارسة . ولم تقتصر أبعاد الأزمة عند حدود انهيار أسعار الصرف وتراجع أسعار الأصول المالية وانحدارها الشديد، فقد امتدت الأزمة وبشكل حاد إلى القطاع المصرفي ، حيث كان الوجه الآخر لانهيار أسعار الصرف وأسعار الأصول المالية (الأسهم) هو تصاعد حجم الديون غير المنتظمة لدى الجهاز المصرفي ، وزاد من حدة هذا الأمر محاولات بعض السلطات النقدية في هذه الدول رفع سعر الفائدة لوقف تدهور أسعار الصرف ، حيث زاد ذلك من أعباء السداد مما أدى إلى تزايد عبء سداد الديون لوحدات قطاع الأعمال ومن ثم تزايد حجم الديون غير المنتظمة لدى الجهاز المصرفي . وقد عجزت البنوك عن سداد التزاماتها الخارجية. ولم تقف الأزمة عند حدود القطاع المالي ومؤشراته المالية فقط ، فقد امتدت الأزمة وبشكل عميق إلى الاقتصاد الحقيقي في هذه الدول أي إلى قطاعات إنتاج السلع والخدمات . فوحدات قطاع الأعمال واجهت صعوبات عديدة في الحصول على الائتمان لتشغيل طاقاتها وسداد التزاماتها ، ويرجع ذلك إلى عدم قدرتها على سداد التزاماتها الأولى نظرا لانهيار أسعار الصرف وقيم الضمانات (الأصول المالية) ، من ناحية أخرى ترددت البنوك في منح الائتمان الجديد لها نظرا لاعتبارات المخاطر من ناحية ونتيجة لتزايد حجم الديون غير المنتظمة لديها من ناحية أخرى . وهكذا نشأت أزمة شح في السيولة وأزمة شح في الائتمان لدى قطاعات الإنتاج ، مما أدى إلى تراجع معدلات الإنتاج في جميع القطاعات . من ناحية أخرى أدى تراجع أسعار الأصول إلى أثر مهم على الثروة ، حيث أدى تراجع أسعار الأصول إلى ارتفاع المديونية بالنسبة إلى الثروة أو إلى حقوق الملكية سواء في وحدات قطاع الأعمال أو وحدات القطاع العائلي مما ولد أثرا سالبا على الثروة كان من نتيجته تراجع كل من الإنفاق النهائي الاستهلاكي والاستثماري مما أدى إلى التأثير سلبا على معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي والقطاعي، وقد أدت هذه العوامل إلى تراجع نشاط وحدات قطاع الأعمال وبالتالي تراجع معدلات أرباحها بشكل ملحوظ ، وهو من العوامل التي ساعدت أيضا على تراجع مؤشرات الأسهم في بورصات هذه الدول . وتوضح البيانات التالية تراجع معدل العائد السنوي على حقوق الملكية (الأسهم) في الأسواق الآسيوية الناشئة .

متوسط معدل العائد السنوي على حقوق الملكية (الأسهم)

٪

الدولة	٨٥ ــ ٨٧	٨٨ ــ ٩٠	٩١ ــ ٩٣	٩٤ ــ ٩٦	٩٧ ــ ٩٨
هونج كونج	٢٨,٨	١٤,٤	٦٣,٧	٧,٥	ـ٢٧,٨
إندونيسيا	-	-	٨,٢	٢,٧	ـ٧٥,٥
كوريا الجنوبية	٥١,٩	١٩,٣	١,٧	ـ١١,٨	ـ٤٨,٧
ماليزيا	-١٠١	١٧,٨	٤٢,٨	٠,٤	ـ٦١,٢
تايلاند	٣٤,٠	٣٠,٨	٥٠,٣	ـ١٧,٨	ـ٦٣,٨
الفلبين	١٢٠,٨	٠,٥	٦٤,١	٠,٩	ـ٥٥,٧
سنغافورة	١٠١	١١,٢	٣٠,٧	٠,٦	ـ٢٦,٢

Source: AMEX: "Economics for Investment" October 14th, 1998, P3.

ونظرا لأن استجابة الصادرات لانخفـاض أسعار الصرف لم تكن بالإيقاع وبالحجم المتوقـع لأسباب سوف نـدرسها فيما بعـد ، بجانب أن تـدفق رءوس الأموال قـد أصبح سالبا حيث تغير اتجاهها ، فإن عملية تصحيح ميزان المدفوعات لم يكن من الممكن أن تتم إلا من خـلال انخفـاض الواردات ، وهـو مـا يعني تـراجع الطلب المحلي ومن ثم معـدلات النمـو . وهكذا أصبحـت هذه البلـدان مع نهايـة عـام ١٩٩٧ وبداية عام ١٩٩٨ مهددة بالدخول في غياهب انكماش عميق . ويكفي للدليل على ذلك أن نلقي نظـرة سريعـة حـول معدلات نمـو النـاتج المحلي الإجمالي سـواء على المستـوى الكلي أو القطاعي التي تحققت خـلال عامي ١٩٩٦و١٩٩٧ وما هو متـوقع خلال عام ١٩٩٨ ليتبين حجم التأرجح في معدلات الإنتاج واحتمالات الانكماش المتوقعة .

معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي السنوي

٪

الدولة	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨
إندونيسيا	٧,٨	٤,٦	-١٥,٠
ماليزيا	٨,٦	٧,٨	-٥,٠
كوريا	٧,١	٥ر٥	-٦,٠*(-٨,٠)
تايلاند	٦,٤	-٠,٤	-٨,٠
الفلبين	٥,٧	٥,١	-١,٠

المصدر : للسنوات ٩٦ ، ٩٧ انظر BIS: 68th Annual Report, June 1998

بالنسبة لعام ١٩٩٨ فهي توقعات من AMEX: Economic for Investment, Oct. 14th, 1998, P3. Global Summary.

*الرقم بين القـوسين هو تقديرات صنـدوق النقد الدولي IMF: World Economic Out Look, May 1998.

ومـا ينطبق على معـدلات النمـو على المستـوى الكلي ينطبـق وبشكل أعمق على معدلات النمو القطـاعية ، ففي إندونيسيا على سبيل المثال كان معـدل النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي المتولد في قطاع الصناعة التحويلية خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٦ ١١,١٪، في حين أصبح معدل النمو سالبا خلال عامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ بما يساوي - ١٧,١٪ ، وكان معدل النمو السنوي في قطاع الصناعة التحويلية في كوريا ٩,٧٪ خلال الفترة ١٩٩٠ ـ ١٩٩٦ حيث تـراجع الإنتاج الصنـاعي بحيث أصبح معدل النمو سالبا خلال عامي ١٩٩٧ - ١٩٩٨ بمايساوي (- ١٠,٧٪) .

ونظرا لتراجع الإنتـاج على المستوى الكلي والقطاعيظ ، فقد كـان ولابد أن تظهر على السطح ظاهرة البطالة وتتعمق ومعها مستوى معيشة أصحاب الأجور .

ولم تقف الأزمة عند حد الدول التي نشأت فيها ، بل امتدت أولا إلى الدول الآسيوية المجاورة لتصبـح أزمة إقليمية ، ثـم انتقل مداها إلى خـارج حدود هـذا الإقليم لتصبح أزمة عالميـة . ولقد ساعـد على تعمق هذه الأزمة في الـدول التي نشأت فيها ما يعـانيه اليابان من انكماش منذ عام ١٩٩١ ، وهو بطبيعته القاطرة التي تجر وراءها دول جنوب شرق آسيـا ، كما أن ٢٥٪ من صادرات اليـابـان تذهـب إلى الدول الآسيـويـة صاحبـة الأزمة . ولاشك أن انتقال الأزمـة خارج حدود الدول التي نشأت فيها ، مـوضوعٌ سوف نعالجه بالتفصيل فيما بعد .

الفصل الثالث

طبيعة الأزمة

١ - توقع الأزمة والتنبؤ بحدوثها :

قبل الدخول في مناقشة طبيعة الأزمة ـ وهل هي أزمة للصرف الأجنبي أي أزمة لسعر الصرف في بلدان جنوب شرق آسيا؟ أم هي أزمة مالية ؟ أم هي أزمة مصرفية . . ؟ إلخ ، من الأنواع المختلفة من الأزمات التي سادت في التاريخ الاقتصادي العالمي ـ نود أولا أن نعرج على السمات العامة لهذه الأزمة . ولعل أول ما يميز هذه الأزمة هو أنها وقعت في أسرع الأقاليم نموا وهو إقليم جنوب شرق آسيا . فدول شرق وجنوب شرق آسيا تساهم بحوالي ربع الإنتاج العالمي ، ونصف النمو العالمي خلال التسعينيات ، وثلثي الإنفاق الاستثماري العالمي [١] . أما الصفة الثانية التي تميز هذه الأزمة فهي فجائيتها ، فقد أخذت العالم على غرة ، وهي فجائية حادة وعنيفة أي غير متدرجة ، وترتبط بهذه السمة صفة أخرى على جانب كبير من الأهمية ألا وهي أن هذه الأزمة لم تكن داخلة في توقعات أحد ، بمعنى أنه لم يتنبأ بها أحد ، أو لم يكن من السهل التنبؤ بها ، بمعنى أنه لم يكن هناك من المؤشرات ما يجعل التنبؤ بها أو توقعها سهلا . وحتى هؤلاء الذين كانوا ينظرون إلى التجربة الآسيوية بأنها تجربة لا يمكن أن يستمر انتعاشها وتوسعها إلى ما لانهاية [٢] ـ حيث يعود النمو المتولد فيها إلى عوامل كمية تتمثل في كمية العمل وكمية رأس المال المستخدم ، ولا يعود إلى عوامل كيفية هي إنتاجية عوامل الإنتاج وقدراتها ، وبالتالي إن عاجلا أو آجلا سوف يبدأ تناقص العائد

على عوامل الإنتاج نتيجة لـزيادة كمية المستخدم منها ـ لم يكن في مقـدورهم توقع هذه الأزمة ، بل لم يتـوقعوها ، أو يتوقعوا الأبعـاد والعمق الذي ظهرت به . وكـذلك هؤلاء الذين كانوا يرون وجود اختـلالات في عدد من المؤشرات الأساسية الكلية في بعض هذه الدول لم يستطيعوا توقع هذه الأزمة أو التنبؤ بها . ذلك أن هذه الاختلالات من الصعب أن تقود إلى أزمـة بهذا البعد وذلك العمق . بمعنى آخـر أن هذه الاختـلالات في سلوك بعض المؤشرات الأساسية ــ مثل عجز ميزان المدفوعات ــ وإن كانت تجعل بعض هذه الدول أكثـر عرضـة للأزمة إلا أنها لا تـؤدي حتما أو بالضرورة إلى وقـوعها . بـاختصار شديد لم تـدخل الأزمة في بنيان التوقعات لأي من دول الأزمة ، أو المؤسسـات العالمية ، أو البنوك الـدولية ، أو مـؤسسات تـرتيب الجدارة الائتمانية ، أو كبـار المستثمرين، ولم تصدر أسـواق المال تحذيرات بـالخطر ، أو لم تـدق الأسواق الماليـة أجراس الخطـر على الرغم مـن أننا أشرنا سـابقا إلى أن مـؤشرات أسعار الأسهـم في العـديد من البـورصات الآسيوية قد أظهرت اتجاها نزوليا منذ أوائل ١٩٩٧.

ولعل من المظـاهر التي تـؤكد عـدم توقع هـذه الأزمة أن فـروق أسعار الفـائدة على أدوات الدين كالسندات(*) للأسواق الناشئة وخاصة الأسواق الناشئة في جنوب شرق آسيا قـد انخفضت ما بين منتصف عام ١٩٩٥ بعد انتهـاء الأزمة المكسيكية ومنتصف عـام ١٩٩٧ .

وقد انخفض هذا الفـرق إلى مستويات لا يمكن تبريرها بحركـة المتغيرات الأساسية الكلية في هذه البلدان(٤) . كذلك الأمر فيما يتعلق بفـروق أسعار الفائدة على القروض الدولية المشتركة (International Syndicated Loans Spreads) للأسواق الناشئة حيث اتسمت بالانخفاض وسادها اتجاه نزولي قبل حدوث الأزمة ، وكانت تايلاند هي الدولـة الوحيـدة التي بدأت تتسع هـذه الفروق بـالنسبة لها بشكل بسيـط في أوائل عام ١٩٩٧.

---

* Bond Spreads.

وهو الفـرق بين أسعار الفـائدة على السندات التي تصدرهـا حكومـات أو المؤسسات الحكوميـة الناشئـة وسعر الفائدة على الأوراق المالية التي تصدرها الخزانة الأمريكية ، خـاصة سندات الخزينة حيث يمثل هذا الفرق تقدير المستثمرين العالميين لمخاطر الإقراض في أسواق الدول النامية .

أما فيما يتعلق بتقدير مؤسسات ترتيب الجدارة الائتمانية الدولية مثل ستاندرد آند بور وموديز و يوررومني فإنها تقـوم دوريا بتقدير وترتيب مخاطر الإقـراض في الأسواق الناشئة وكذلك تقـدير مخاطر الأقطـار بالنسبة للقروض السيـادية (الحكوميـة) . ومن هنا فإن متابعـة هذه التقديـرات توضح ما إذا كانت هـذه المؤسسات تستشعر وجـود مخاطر أو تزايد في مستويـات هذه المخاطر ، فإذا زاد إحساس هذه المؤسسات أو قنـاعتها بتزايد مخاطر الإقراض لهذه الأسواق الناشئة فإن ترتيب السندات الحكومية لهذه الدول لابد وأن يكون قـد أصابه الانخفاض في الأيـام والشهور السابقـة على الأزمة . على العكس من ذلك كان ترتيب سنـدات تايلاند حتى الأيـام السابقة للأزمـة قد وصل إلى درجة ٨٢ ، وكانت الدولة الوحيدة التي سبقتها في جنوب شرق آسيا هي ماليزيا حيث وصل ترتيب سنداتها إلى درجة٨١ في الأيام السابقـة على الأزمة ، أي في يونيو ١٩٩٧ . بل وتصاعد تـرتيب سنـدات الفلبين . كـذلك الأمـر فيما يتعلق بترتيب الجدارة الائتمانيـة بـالنسبـة للقروض طويلة الأجل المقومة بالعملة الأجنبية .

ويـوضح الجدول التالي تـرتيب الجدارة الائتمانية للقـروض الحكوميـة طويلـة الأجل المقومة بالعملات الأجنبية لمؤسسة ستاندرد آند بور ومؤسسة موديز .

ترتيب الجدارة الائتمانية لبعض الدول الآسيوية للقروض الحكومية بالعملة الأجنبية

اسم الدولة	مـــــوديـــز		ســتاندرد آند بـــور	
	الترتيــب	التـــــاريخ	الترتيــب	التـــــاريخ
إندونيسيا	Baa 3	١٩٩٤/٣/١٤	BBB-	١٩٩٢/٧/٢٠
	Ba 1	١٩٩٧/١٢/٢١	BBB^	١٩٩٥/٤/١٨
	B2	١٩٩٨/١/٩	BBB-	١٩٩٧/١٠/١٠
	B3	١٩٩٨/٣/٢٠	BB+	١٩٩٧/١٢/٣١
			BB	١٩٩٨/١/٩
كوريا	A2	١٩٨٦/١١/١٨	A+	١٩٨٨/١٠/١
	A1	١٩٩٠/٤/٤	AA-^	١٩٩٥/٥/٣
	A3	١٩٩٧/١١/٢٧	A+	١٩٩٧/١٠/٢٤
	Baa2	١٩٩٧/١٠/١	A-	١٩٩٥/١١/٢٥
	B+	١٩٩٧/١٢/٢٢	BBB-	١٩٩٧/١٢/١١
تايلاند	A2	١٩٨٩/٨/١	A-	١٩٨٩/٦/٢٦
	A3	١٩٩٧/٤/٨	A^	١٩٩٤/١٢/٢٩
	Baa1	١٩٩٧/١٠/١	A-	١٩٩٧/٩/٣
	Baa3	١٩٩٧/١١/٢٧	BBB	١٩٩٧/١٠/٢٤
			BBB-	١٩٩٨/٨/١٨
ماليزيا	Baa1	١٩٨٦/١١/١٨	A-	١٩٨٩/٦/٢٦
	A3^	١٩٩٠/٣/١٢	A^	١٩٩١/٧/٨
	A2^	١٩٩٣/٣/١١	A+^	١٩٩٤/١٢/٢٩
	A1^	١٩٩٥/٣/١٥	A	١٩٩٧/١٢/٢٣
	A2	١٩٩٧/١٢/٢١		
الفلبين	Ba3	١٩٩٣/٧/١	BB-	١٩٩٣/٧/٢
	Ba2^	١٩٩٥/٥/١٢	BB^	١٩٩٥/٥/٣٠
		١٩٩٧/٥/١٨	BB^	١٩٩٧/٢/٢١

المصدر : مأخوذ من

BIS: "68th Annual Report", March 1997 April 1998. Basle June 1998, Table V11.3.

ويبدو من الجدول السابق ، وبما لا يدع مجالا للشـك ، أن هذه المؤسسات لم تتوقع أو تتنبأ بزيادة المخاطر في هذه الدول . ففي تـايلاند ظلت الجدارة الائتمانية عند ترتيب A بالنسبة لمؤسسة (S & P ستاندرد آند بَـور) ولم تتغير إلا بعد حدوث الأزمة في أوائل شهر سبتمبر ١٩٩٧ ، وحتى حينما انخفض تـرتيب الجدارة الائتمانية لتـايـلاند فقـد انخفض في شهر سبتمبر ١٩٩٧ إلى ترتيب (- A) و لم ينخفض للمستوى (BBB) إلا في شهر أكتوبر ١٩٩٧ أي بعد الأزمـة بأربعة شهور . وكذلـك الأمر بالنسبة لماليـزيا حيث ظلت جدارتها الائتمانية ثـابتة منذ ١٩٩٤ بالنسبة لمؤسسة S & P عند مستوى (A+) ، ومنذ عام ١٩٩٥ بالنسبة لمؤسسة Moody's عند مستوى (A+) ولم ينخفض ترتيب هذه الجدارة الائتمانية إلا في نهاية شهر ديسمبر من عام ١٩٩٧ وهو عام الأزمة . وكذلك الأمـر بالنسبة لكـوريا الجنوبيـة ، فقد ظل ترتيب جـدارتها الائتمانية ثابتـا عند مستوى (-AA) منذ عام ١٩٩٥ بالنسبـة لمؤسسة ستـاندرد آنـد بَور ، ولم تتغير حتى شهر أكتوبر ١٩٩٧ ، وفي نهاية هذا الشهر نزل ترتيب الجدارة الائتمانية فقط إلى مستوى (+A)، وبالنسبة لمؤسســة موديز فقد ظل تـرتيب الجدارة الائتمانية ثابتـا عند مستوى (A1) منذ عام ١٩٩٠ حتى عام ١٩٩٧ ، ولم يتغير إلا بعد ما يـزيد على ٤ شهور من بداية الأزمة في شهر نوفمبر ١٩٩٧حيث انخفض الترتيب في نهاية هذا الشهر إلى (A3) فقط . أما الفلبين كما يـوضح الجدول فقد ارتفعت جدارتها الائتمانيـة عام ١٩٩٧ قرب حدوث الأزمة . ويـؤكد ما سبق أولا : أن هذه المؤسسات لم تتـوقع أو تتنبأ بالأزمة قبل حدوثها ، حتى في الأشهر القليلة السابقة على انفجارها ، ثانيا : أنه بعد انفجار الأزمة لم تتوقع هـذه المؤسسات احتمال وصولها إلى العمق الذي وصلت إليـه أو احتمال انتقال العدوى بهذه السرعـة ، ولذا فإن تغيير ترتيبها للجـدارة الائتمانية جاء متأخرا للغـاية . وينطبق ذات التوجه على تقييم وترتيب مخاطر الأقطار الذي تقوم به عدد من المؤسسات العالميـة مثل مؤسســة يوردمني حيث نجـد أنه مـا بين مارس ١٩٩٧ وسبتمبر ١٩٩٧ (باستثناء كوريـا وتايلاند) ظل هذا الترتيب من قبل مؤسسة يـوردمني إما ثابتا أو حقق تحسنا قليلا .

وتقوم العـديد من البنـوك الدولية ـ سواء كانت من بنـوك الاستثمار الدولية أو البنوك التجارية ـ بعمل تنبؤات وتوقعات مستقبلية لاقتصاديات العديد من الدول سواء الدول الصناعية المتقدمة أو الدول النامية ، كما تقـوم أيضا بعمل تنبؤات بحركة الأسواق المالية

الإقليمية مثـل الأسواق المالية الآسيـوية . نـذكر على سبيل المثـال لا الحصر بنك أوف أمريكا Bank of America، بنك . ب . مورجان J.P. Morgan Bank، ودويتش بنك Deutsche Bank ، وبنك سولـومان بروذرز Brothers Bank Soloman ، ولهمان بروذرز ، أ . ب . ن . آمرو بنك .. ABN Amro Bank إلخ ، من البنوك العالمية . وتشير أغلب هذه التنبـؤات والتوقعـات إلى معدلات عـالية للنمـو سواء كـانت هذه التنبؤات في عـام ١٩٩٦ ، أو في منتصف عـام ١٩٩٧ قبل انفجار الأزمـة بشهر أو شهـرين . فعلى سبيل المثال تشير تقـديـرات بنك أوف أمريكـا في سبتمبر ١٩٩٦ إلى معدل سنـوي للنمو نسبتـه ٥ , ٦ ٪خـلال الفترة ١٩٩٧ ـ ٢٠٠١ بالنسبة للفلبين ، ومعدل سنـوي للنمو نسبتـه ١ , ٧ ٪ بالنسبـة لكوريـا الجنوبيـة خلال الفترة ١٩٩٧ ـ ٢٠٠١ ، في حين تصل التقديرات بالنسبة لماليزيا إلى معدل نمو نسبته ٨٪ سنويا خلال الفترة ذاتها ، بينما يتراجع معدل النمو السنوي بالنسبـة لتايلاند من ٩ , ٧٪ إلى ٣ , ٧٪ خـلال الفترة ذاتها أي ١٩٩٧ - ٢٠٠١ ، كما يصل معدل النمـو السنوي لإنـدونيسيا خلال الفترة ١٩٩٧ ـ ٢٠٠١ إلى ٩ , ٦٪سنويا (٥) . وتشير نشرة بنك . ب . مورجان J. P. Morgan حول الأسواق المالية العالمية World Financial Markets سواء عدد ٢٨ يونيو ١٩٩٦ أو الأعداد التـالية لها إلى أن معدل نمـو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي المتوقع لعامي ١٩٩٦ و ١٩٩٧ لإندونيسيـا ٥ , ٧٪ و ٥ , ٦ ٪ على التـوالي وللفلبين ٢ , ٥٪ و ٥٪ على التوالي ، في حين يصـل معدل النمـو السنوي إلى ٧٪ و ١ , ٧٪ على التوالي بالنسبـة لكوريا الجنوبية ، ويصل معدل النمـو التقديري إلى ٣ , ٧٪ و ٧ , ٦٪ على التوالي بالنسبـة لتايلاند ، بينما يصل معدل النمـو التقديري ٨٪ و ٥ , ٧٪ بالنسبة لماليزيا (٦) . ولم يختلف الأمر كثيرا بالنسبـة لعدد يونيو ١٩٩٧ فيما يتعلق بالتقديرات بالنسبة لعامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ فكلها تشير إلى توقعات غـاية في التفاؤل . ولا يختلف الأمر بالنسبة للدول الآسيوية الأخرى وهي هونج كونج وسنغافورة وتايوان والصين .

وتشير دورية بنك دويتش مـورجان جرينفـل ـ في عددهـا الشهري عن شهر يـونيو ١٩٩٧ وهو الشهر السـابق على انفجار الأزمة – إلى أن تقديـرات البنك لمعدلات النمو السنـوي للناتج المحلي الإجمالي لعـامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ بالنسبة إلى كـوريا تصل إلى ٥ , ٥٪ ونسبة ٦٪على التـوالي ، في حين تصل التقـديرات إلى ٥,٥٪ و ٨ , ٥٪ بالنسبة لتايلاند، وذلك قبـل شهر من انفجار الأزمة في ٢ يوليو ١٩٩٧ . كذلك الأمر بالنسبة

لتنبؤات بنك إند وسويز في نشرتـه عن شهر يونيو ١٩٩٧ حول معدلات النمو المتوقعة لعامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ بالنسبـة لبلدان آسيا حيث تصـل هذه التوقعـات إلى معدل سنوي للنمـو نسبته ٨٪ سنويـا لعامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ ، و٥ , ٧٪ بالنسبة لكوريا الجنوبيـة بالنسبة للعامين السـابق ذكرهما ، في حين يصل معدل النمو السنـوي المتوقع لتايلاند ٥ , ٦٪ لكل من عـام ١٩٩٧و ١٩٩٨ ، وهذه تقديرات سـابقة على حدوث الأزمة بشهر واحد . أما إندونيسيا فيصـل توقعات معدل النمو السنوي فيها إلى ٢ , ٧٪ و٤ , ٧٪على التوالي [٨].

كذلك تشير دراسات بنك ABN Amro الهولندي في منتصـف عام ١٩٩٧ إلى تنبؤات محددة لمعـدلات نمو النـاتج المحلي الإجمالي المتوقعـة لعامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨. فبالنسبة لأندونيسيا تصل التوقعات إلى معدلات سنوية للنمو نسبتها ٥ , ٧٪ و ٨ , ٧٪ لعامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ على التوالي ، في حين تصل التوقعات بالنسبة لتايلاند إلى نسبة ٩ , ٥٪ و ٦ , ٦٪ على التوالي ، بينما كانت معدلات النمو المتوقعـة بالنسبة لماليزيا تصل إلى نسبة ٨ , ٨٪ و ٨ , ٧٪ لعامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ على التوالي . أما بالنسبـة لكوريا الجنوبية فتصل توقعات البنك إلى معدلات سنوية للنمو نسبتها ٢ , ٥٪ و ٥ر٦٪ على التوالي للأعوام ١٩٩٧ و ١٩٩٨ ، وكانت التقديرات بـالنسبة للفلبين مفرطة في التفاؤل حيث بلغت تـوقعات معـدلات النمو السنـوي ٦٪و ٧ , ٦ ٪ للعامين المذكـورين على التوالي [٩] . ومـا نريـد التأكيد عليـه هنا هـو أن مـوجة التفـاؤل التي سادت تنبـؤات وتقـديرات البنـوك العالميـة لم تقتصر فقط على معـدلات نمو النـاتج المحلي الإجمالي بل امتدت إلى باقي المتغيرات الإجمالية الأساسية .

وقد يتبـادر إلى ذهن القارئ التساؤل عن السبب وراء هـذا السرد التفصيلي لتنبؤات وتوقعات البنوك العالمية حول المستقبل الاقتصادي لمنطقة الأزمة ! والإجابة هنا واضحة وصريحة ذلك أن البنوك العالميـة قد لعبت دورا سلبيا في هذه الأزمـة بل يمكن القول إن موجات التفـاؤل التي سادت رؤية هذه البنوك للمستقبل الاقتصادي للمنطقـة وغريزة القطيع" Herd Instinct " التي حكمت سلـوك هذه البنـوك ، قد سـاهمت في هذه الأزمة وزادت الحريق اشتعـالا حينما شبت النار . وهـو موضوع سـوف نعود إليـه عند الحديث عن تـدفقـات رءوس الأمـوال قصيرة الأجل للمنطقـة أو عنـد الحديث عن الضعف الهيكلي في النظام المالي في دول الأزمة .

ولا يقتصر الأمـر عند حـدود تنبـؤات البنوك الـدوليـة ، ذلك أن المؤسسات الماليـة العالمية كصنـدوق النقد الدولي والبنك الدولي سـارت على ذات المنوال حيث تشير كل تقديـراتها حتى منتصف عام ١٩٩٧ إلى رؤية متفـائلة بالنسبة لمستقبل هـذه المنطقة ، فيشير تقريـر صنـدوق النقـد الدولي الصـادر في منتصف عـام ١٩٩٧ (مـايـو) إلى أن معدلات النمو السنوي المتوقعة للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للدول الآسيوية باستبعاد الصين والهند هي ٧٪ لعام ١٩٩٧ و ٧,٦٪ لعام ١٩٩٨ ، أما بالنسبـة لآسيا ككل فتصل التقديـرات إلى معدلات نمو سنويـة نسبتها ٨,٣٪ لعام ١٩٩٧ و ٧,٧٪ لعام ١٩٩٨ ، في حين تشير تقديرات كوريا الجنوبية إلى أن معدل النمو السنوي المتوقعة هي ٥,٦٪ لعام ١٩٩٧ و ٦,٣٪ لعام ١٩٩٨ (١٠).

ولقد قامت المؤسسة الحكومية اليابـانية المختصة بموضوع ترتيب الجدارة الائتمانية — وهي تلك المؤسسـة المعروفة بـاسم «المركز اليـاباني للتمـويل الدولي» (*) بوضع كـوريا الجنوبيـة في أعلى مرتبـة ممكنة بين الدول النـامية وذلك في يـونيو ١٩٩٧ (١١) . كما قام منتدى الاقتصاد العالمي (**) بترتيب كوريـا خامس أفضل مكان لـلاستثمار في العالم . وقـام صندوق النقد الدولي في تقـريره السنوي قبل الأزمـة الكورية في ديسمبر ١٩٩٧ بثلاثـة أشهر بتقـريظ ومدح السلطـات الكوريـة حيث قال «يـرحب المديـرون (يقصد مديري الصنـدوق) بالنجاح المستمر للأداء الاقتصـادي الكلي ، كما يمتدح السلطات الكـوريـة نظـرا للسجل المالي الحافل» (١٢) . وإذا كـان التقـرير قـد دعـا إلى بعض الإصلاحات المالية فإنه لم يشر من قريب أو بعيد إلى أي إنذار باحتمالات الأزمة .

ولاشك أن من العوامل المهمة التي ساعدت على عـدم إمكانية توقع الأزمة أو التنبؤ بوقـوعها هو عـدم تدهور المؤشرات الاقتصـادية الكليـة الأساسية التي يستنـد إليها في العادة لتقييم الأداء الاقتصادي ، فلم يكن هناك عجـز في الموازنة العامة يمكن أن يثير القلق ، بل حققت أغلب هـذه الـدول فـائضا في الموازنـة العـامة ، وكـانت معـدلات الادخار والاستثمار من أعلى المعدلات في العالم ، بحيث يمكن القول إن معدلات النمو المرتفعة كان من الممكن لها أن تستمر حتى مع تـراجع تدفق رءوس الأموال إلى المنطقة .

---

* Japan Centre For International Finance.

** World Economic Forum.

ومن المؤشرات التي ساعدت على صعوبة إمكانية توقع الأزمة أو التنبؤ بحدوثها ، استمرار تدفق رءوس الأموال إلى المنطقة حتى منتصف عام ١٩٩٧ . كما أشرنا في الفصل الأول فإن المؤشر الوحيد الذي بدأ في التدهور قبل حدوث الأزمة هو مؤشر أسعار الأسهم في بورصات دول المنطقة حيث بدأ في الاتجاه النزولي منذ بداية عام ١٩٩٧ وفي بعض الدول منذ عام١٩٩٦ ، وهو أمر لاشك أنه كان يعكس قلق المستثمرين وتوترهم .

٢ - طبيعة الأزمة :

إلى أي نوع من الأزمات تنتمي الأزمة المالية الآسيوية ؟ هذا سؤال من الأهمية بمكان للتعرف على آليات هذه الأزمة ، أسبابها ونتائجها . وبالتالي فالسؤال المطروح لا يمثل محاولة للاجتهاد النظري ، أي لبناء نظرية للأزمة الآسيوية بقدر ما هو محاولة للتعرف على وجه التشابه ووجه الاختلاف بين الأزمة الآسيوية والأزمات الأخرى والعوامل والأدوات التي فجرتها . وفي هذا الصدد يمكن الإشارة إلى عدد من الأزمات منها :

(أ) أزمة سعر الصرف(*) :

ويطلق عليها أحيانا أزمة الصرف الأجنبي (**) ، أو أزمة العملة (***) ، أو أزمة ميزان المدفوعات (****) ، وهي جميعا مترادفات . وهي أزمة مالية ، أي شكل من أشكال الأزمات المالية . وأزمة سعر الصرف في صورتها الأولية ١٣ تتمثل في اتباع الدولة لنظام سعر الصرف الثابت مع قيام الحكومة بالتوسع في الإنفاق العام بصورة غير طبيعية ـ تنطوي على العديد من أوجه الإنفاق المظهري ـ مما يترتب عليه تولد عجز كبير في الموازنة العامة ، بحيث لا يمكن لهذا العجز أن يستمر دون قيام الحكومة باتباع سياسة نقدية توسعية تنطوي على الإصدار النقدي لتمويل هذا العجز مما يؤدي حتما إلى

---

* F. Exchange Rate crisis.
** Foreign Exchange crisis.
*** Currency crisis.
**** Balance of Payment crisis.

تصاعد معدلات التضخم ، وبالتالي ارتفاع سعر الصرف الحقيقي ، وبالتالي تزايد عجز الميزان التجاري وميزان المدفوعات . فإذا استمر هذا الوضع لفترة زمنية فإن السوق تتولد لديه القناعة بأن الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية لن يكون قادرا على الدفاع أو حماية استمرار سعر الصرف الحالي للعملة الوطنية . وهكذا فإن استمرار سعر الصرف الثابت ـ في هذه الحالة ـ يمثل دعوة صريحة للمضاربين لتصعيد مضارباتهم أو بمعنى آخر دعوة إلى الهجوم أو الضغط على العملة الوطنية (من خلال حساب رأس المال لميزان المدفوعات) ، مما يؤدي في النهاية إلى انهيار نظام سعر الصرف الثابت .

ويقوم النموذج السابق لأزمة سعر الصرف على أن حدوث الأزمة يتم حينما يتناقض استمرار تدهور المؤشرات الاقتصادية الكلية الأساسية مع محاولة الحفاظ على سعر الصرف الثابت . أو بمعنى آخر تحدث الأزمة حينما يغيب الاتساق بين السياسات الاقتصادية الكلية الأساسية وبين نظام سعر الصرف السائد . ويكمن مصدر الأزمة ـ في نظر أصحاب هذا النموذج لأزمة سعر الصرف ـ في الإفراط في خلق الائتمان المحلي إما لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة أو لتوفير المساعدة لنظام مصرفي يتسم بالضعف . ويفترض هذا التصور لأزمة الصرف الأجنبي بصورة خاصة أن الحكومة ليس لديها الإمكانية للتعامل في سوق المال ـ عن طريق طرح سندات وأذونات الخزينة ـ وبالتالي فلا مفر أمامها من تمويل العجز عن طريق الإصدار النقدي ، وفي مثل هذه الظروف فإن استمرار تعادل أسعار الفائدة سوف يدفع رءوس الأموال نحو الخارج وبالتالي تتآكل تدريجيا احتياطيات النقد الأجنبي ، وبالتالي يصبح الاقتصاد عرضة لتصاعد ضغوط المضاربة على احتياطياته من النقد الأجنبي ـ من خلال المضاربة على العملة ـ وهو ما يؤدي حتما إلى انهيار نظام سعر الصرف السائد . وطبقا لهذا التحليل لأزمات سعر الصرف فإن تصاعد ضغوط المضاربة لا يبدأ إلا بعد وصول الاحتياطيات الرسمية من النقد الأجنبي إلى مستوى معين ، فإذا وصل الاحتياطي إلى هذا المستوى فإنه يؤدي إلى دفع المضاربين (أو بدء هجوم المضاربين) لاستنفاد هذا الجزء المتبقي في زمن قصير تفاديا لأية خسارة رأسمالية ، وقد حاول البعض في هذا الصدد تقديم مقياس نمطي لتحديد أوقات الهجوم على العملة ـ هجوم المضاربين ـ يتمثل في الرقم القياسي لضغوط المضاربة ، حيث يتكون من المتوسط المرجح لكل من التغير في الاحتياطي الرسمي من العملة الأجنبية ، وسعر الفائدة ، وسعر الصرف الاسمي[١٤]،

إلا أن هذا المقياس ترد عليه تحفظات عديدة في استخدامه لأن الوزن النسبي الذي يعطي لكل من هذه المتغيرات يتم بطريقة تحكمية للغاية ولاتستند إلى منطق مقبول . خلاصة القول أن هذه الرؤية لأزمة سعر الصرف تقوم أساسا على التناقض أو عدم الاتساق بين السياسات الاقتصادية المحلية وسياسات سعر الصرف أو نظام سعر الصرف السائد .

وحقيقة الأمر أن هذا التصور لأزمات الصرف الأجنبي يتسم بالتبسيط والتسطيح ، كما يرد عليه بعض التحفظات المهمة . فهذا التصور للأزمة ينظر إلى سياسات الحكومة بطريقة ميكانيكية . فالمفترض في الحكومة أنها تقوم بصفة منتظمة بطبع النقود لتغطية عجز الموازنة العامة بصرف النظر عن الظروف والأوضاع الخارجية . كذلك فإنه من المفترض أن يقوم البنك المركزي ببيع العملة الأجنبية من أجل الحفاظ على سعر الصرف الثابت حتى ينفد آخر دولار من الاحتياطي . وفي الواقع فإن البدائل المتاحة من السياسات تزيد عن ذلك كثيرا . فالحكومات تستطيع تحديد تأثير السياسات المالية على ميزان المدفوعات ، كما أن البنك المركزي لديه بدائل متعددة غير التدخل في سوق الصرف الأجنبي للدفاع عن سعر الصرف ، وتشمل هذه البدائل مثلا تبني سياسة نقدية متشددة أو مقيدة . ولاشك أن هذه السياسات تنطوي على تكاليف تختلف حدتها من سياسة لأخرى ، ولكن المهم أن نتيقن أن الدفاع عن سعر الصرف هو مسألة اختيار أو مبادلة Tradeoff بدلا من كونها مجرد عملية بسيطة تتمثل في بيع رصيد العملة الأجنبية حتى آخر وحدة فيها .

والرؤية السابقة لآليات أزمة سعر الصرف أو أزمة الصرف الأجنبي . لا تنطبق فقط في حالة سعر الصرف الثابت ، ولكنها تنطبق أيضا وبالمنطق ذاته على حالة سعر الصرف الثابت الزاحف (وهو سعر الصرف الثابت المسموح بتعديله في بعض الأحيان استجابة لتغير بعض المؤشرات المهمة كالتضخم مثلا) [١٥]، كما يسري منطق الأزمة السابق وآلياتها أيضا على حالة سعر الصرف الثابت المسموح بتحركه في حدود معينة عليا وسفلى [*] .

والسؤال المطروح الآن ـ قبل أن نتقدم بعض الشيء في تحليل الأزمات ــ هل الأزمة

---

* T arget Zones.

الآسيوية بالصورة التي شرحناها في الفصل الأول تنطبق عليها أزمة سعر الصرف أو أزمة الصرف الأجنبي بالشكل التقليدي الذي سبقت الإشارة إليه؟ الإجابة بالنفي، ذلك لأن هذه الدول لم تعان من عجز مزمن في المالية العامة أي في الموازنة العامة للدولة، بل العكس، فقد حققت دول الأزمة فائضا في الموازنة العامة في السنوات السابقة على الأزمة بل وفي سنة الأزمة، والدول التي كانت تعاني عجزا في الموازنة العامة للدولة كان مستوى العجز ـ كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ـ في حدود ما هو مقبول دوليا ولا يمثل أي خطر يذكر(*) . ولم يكن عجز الموازنة العامة أحد المؤثرات المهمة في عجز ميزان المدفوعات . كذلك كانت معدلات التضخم عند مستوى مقبول بل اتخذ البعض منها اتجاها نزوليا، وبالتالي يمكن القول إن هذه الدول لم تعان من مشكلة تضخم . كان هناك فعلا إفراط في الائتمان المحلي، وهذا الإفراط في الائتمان المحلي لم يكن يهدف إلى تمويل عجز الموازنة العامة، ولكنه كان سببا في إفراط القطاع الخاص في الاستثمار وبالتالي تخطي معدل الاستثمار ومعدل الادخار، وترجمت هذه الفجوة نفسها في ميزان المدفوعات . ويشير عدد من الدراسات التطبيقية إلى أن النموذج السابق لتفسير أزمة سعر الصرف قد يكون مقبولا في تفسير بعض أزمات سعر الصرف أو أزمات ميزان المدفوعات التي حدثت قبل سنوات التسعينيات، ولكنها لا تنطبق على أزمات التسعينيات سواء في أوربا أو أمريكا اللاتينية أو آسيا (١٧).

(ب) أزمة سعر الصرف (رؤية أخرى) :

حاول البعض تقديم تفسيرات أخرى لأزمة الصرف الأجنبي، أو أزمة سعر الصرف كما يجري العرف على تسميتها . ولعل القاسم المشترك بين هذه التفسيرات هو محاولتها التأكيد على إمكانية حدوث الأزمة على الرغم من عدم تدهور سلوك المتغيرات الكلية الأساسية . ولا يعني ذلك أنها لا تختلف في رؤيتها لدور المتغيرات الأساسية، ذلك أن هذه التفسيرات ـ أو النماذج المقدمة لتفسير أزمة الصرف الأجنبي ـ على الرغم من الاتفاق فيما بينها في أوجه كبيرة إلا أنها تختلف من حيث الدور الذي تلعبه المتغيرات

---

* وتنطبق الحقيقة ذاتها على أزمة شيلي في الثمانينيات وعلى أزمة المكسيك في التسعينيات .

الأساسية في كل منها [١٨] . وطبقا لبعض هذه التفسيرات فإنه ، وإن كان من الصعب عن طريق قراءة سلوك المتغيرات الإجمالية تحديد وقت الأزمة ، إلا أنه يمكن إلى حد ما تحديد أكثر هذه الاقتصاديات عرضة للأزمة . وسوف نرى أيضا أن هذا التفسير قد يكون غير صحيح على إطلاقه ، فدول جنوب شرق آسيا كانت تعاني من عجز في ميزان المدفوعات ، ولكن بعض دول أمريكا اللاتينية كانت تعاني من العجز ذاته وإن كان في بعض الأحيان بمعدلات أعلى ، ولكن الأزمة حدثت في جنوب شرق آسيا ولم تحدث في أمريكا اللاتينية . وترى بعض التفسيرات لأزمة سعر الصرف ـ أو أزمة ميزان المدفوعات ـ أن الاقتصاد قد يتعرض لصدمة خارجية أو تغير مفاجئ في البيئة الاقتصادية الكلية المحلية مما يدفع إلى التخلي عن نظام سعر الصرف الثابت[١٩].

وترى أغلب التفسيرات ـ من خلال نماذج تفسير أزمة سعر الصرف ـ أن الأزمة لا تتأثر بوضع أو موقف المؤشرات الاقتصادية الأساسية ، ولكنها في النهاية نتاج المضاربة على العملة ، أو ما يمكن تسميته بهجوم المضاربين(*) أو الهجوم المضاربي(**) . وتستند هذه التفسيرات لأزمة الصرف الأجنبي وخاصة الأزمة الآسيوية مرة إلى مفهوم «الأزمة التي تحقق نفسها ذاتيا ، أو الأزمة التي تخلق مبررات وجودها»(***) ، ومرة أخرى تستخدم بعض التفسيرات مفهوم سلوك «غريزة القطيع»(****)، ومرة أخرى يستخدم التفسير مفهوم «العدوى»(*****) أو آثار العدوى .

وتقوم هذه التفسيرات مع اختلافها على عدد من الفروض المهمة تشترك جميعها في النظر إلى الحكومة كعضو اقتصادي مهم وفاعل في حركة النشاط الاقتصادي وأول هذه الفروض هو ضرورة توافر أسباب ودوافع من أجلها ترغب الحكومة في التخلي عن سعر الصرف الثابت ، و ثاني هذه الفروض هو ضرورة توافر أسباب من أجلها ترغب الحكومة في الدفاع عن سعر الصرف الثابت ، ومن ثم ينشأ تناقض أو صراع بين هذين الدافعين . وأخيرا حتى يمكن خلق المنطق الدائري(******) ـ أو العلية الدائرية ـ الذي

---

* Speculative Attck.
** Speculative Attack.
*** Sekf-fulfilling crises.
**** Herd Instinct or "Herding".
***** Contagion.
****** Circular Logic.

يدفع الأزمـة فإن تكلفة الدفاع عن سعـر الصرف الثابت لابد وأن ترتفع أو تتـزايد حينما يتـوقع الجمهـور (أو حتى يثـور لـديـه الشـك) بأن سعـر الصرف السـائد من المتـوقع والمحتمل أن يتم التخلي عنـه . أما لماذا يتكـون لدى الحكـومـة الدافع لتخفيض سعـر الصرف ؟ فالجواب أنـه قد تواجـه الحكومة حـالة من البطالـة ـ نتيجة لجمـود الأجور ـ ولكنها لا تستطيع القضاء عليها إلا بسياسة نقدية توسعية ، وهي لا تستطيع ذلك نظرا لالتزامهـا بسعر الصرف الثابت ، أو حالـة تتحمل فيها بأعباء دين كبير مقوم بـالعملة المحلية ، أما لماذا لا تـرغب الحكومة في تخفيض سعر الصرف ؟ فقـد يكون ذلك أفضل لأغراض التجـارة الدوليـة والاستثمار ، كما قد يـرتبط الحفاظ على سعـر الصرف الثابت بالمصداقية الدولية للحكومة الوطنية ، أو قد يرتبط في نظر البعض بالكرامة الوطنية . . إلخ . أما لماذا يؤدي تراجع ثقة الجمهـور (المتعاملين) في إمكانية استمرار سعر الصرف الثـابت إلى جعل الدفـاع عن هـذا السعـر صعبا للغـايـة ؟ فهنا يمكن أن نفـرق بين سيناريوهين ، الأول يـؤكد أن الدفاع عن سعر الصرف الثابت يصبح مكلفـا للغاية إذا تـوقع الناس في الماضي أنـه سيتم تخفيض السعر (سعـر الصرف) الآن ، في حين يؤكـد الثاني أن الدفاع عن سعر الصرف الثابـت يصبح عالي التكلفة إذا اعتقد الناس الآن أنه سيتم تخفيضـه في المستقبـل . ولاشك في أن القنـاة المعتـادة لتحقيق ذلـك هي أسعـار الفـائدة قصيرة المدى . ذلك أن الـدفـاع عن سعـر الصرف في مـواجهـة التـوقعـات باحتمالات التخفيض في المستقبل قـد يتطلب رفع سعر الفائدة ، ويؤدي سعـر الفائدة المرتفع إلى تراجع التدفقـات النقدية للحكومة ولوحـدات قطاع الأعمال المدينة ، كما قد يؤدي إلى تراجع الإنتاج والعمالة .

وإذا أخـذنا العنـاصر الثـلاثة سـالفـة الذكـر وهي وجـود أسباب لتخفيض سعـر الصرف ، وأسبـاب لعدم التخفيـض ، وأسباب لما قـد يترتب على تـوقع التخفيض من تغير في التوازن بين كل من عائد وتكلفة الحفـاظ على سعر الصرف الثابت ، فإنه يمكن بنـاء هيكل متكامل لتفسير أزمـة سعر الصرف لا تختلف كثيرا عن التفسير الأول الـذي يرى في أزمة سعر الصرف نتيجة لعدم الاتساق بين سياسات الحكومة المالية وغير المالية واستمرار نظام سعـر الصرف الثابت . فإذا شعر المستثمرون أن التـوازن أو المقايضة بين تكلفة التخفيض وتكلفة عدم التخفيض يميل لصالح الأولى ، وهو ما يعني أن الدولة سوف تقـوم بالتخفيض في المستقبل ، وهو مـا يدفع المستثمـرين إلى الخروج من العملة (أي بيع العملـة) قبل التخفيض ، وهذا السلـوك يؤدي إلى ارتفـاع تكلفة الحفـاظ على

سعـر الصرف (عـدم التخفيض) مما يـدفع إلى تخفيض سعـر الصرف حتى قبل الميعـاد المحدد لـذلك . ولاشك في أن المستثمرين سـوف يحاولون دائما الخروج من سـوق هذه العملة قبل ميعاد التخفيض المبكر ، والمحصلة في النهـاية هي أزمة تؤدي في النهاية إلى التخلي عن نظام سعـر الصرف الثابت . ولا شك في أن ما يرفع من تكلفـة الحفاظ على سعر الصرف الثابـت هو عدم الاتساق بين السيـاسات الاقتصادية الكليـة ونظام سعر الصرف السائد . وتقوم الأسواق المالية من جانبها بفرض موضوع التخفيض على الساحة بصورة مستمرة تدفع إليه . ومن أمثلة هذه الحالات نذكر الآليات السابق ذكرها ، وهي الأزمة التي تحقق نفسها ذاتيا ، وسلوك القطيع ، وآثار العدوى .

أولا: الأزمة التي تحقق نفسها ذاتيا(*) : أو الأزمة التي تحقق نفسها أو الأزمة التي تخلق مبررات وجودها . فمن المتصور طبقا لهذا السيناريو أن فقدان الثقة في دولة ما قد يخلق أزمـة اقتصاديـة تبرر هذا الفقـدان في الثقـة . ولاشك في أن من وجهة نظـر أصحاب هذا الرأي أن أزمة المكسيك ودول جنوب شرق آسيا في التسعينيات تؤكد ذلـك .

حتى يمكن تفهم هـذه الآلية دعنا نتصـور وجود اقتصـاد ما يعـاني من عجز في الموازنة العامة ، إلا أن مستوى هذا العجز لا يهدد ملاءة الحكومة ، كل ما في الأمر أن نسبة العجز إلى الناتج المحلي لا تنخفض بـالمعدل المطلوب ، لكنه في الأوقات العـاديـة لا يمثل هـذا العجـز خطرا يـذكـر . أو نفترض أن البنـوك تـوسعت في الإقراض إلى مدينين من الصعب أن يحصلوا على هذه القروض دون عوامل وروابط سياسيـة ، لكن نسبة هذه الديـون إلى جملة المحفظة الائتمانية للبنـوك لا تمثل نسبة تدعو إلى القلق . خـلاصة الأمر أن هذه المشكلات يمكن التصـدي لها وعلاجها إذا توافرت النية وفي ظل ظروف من الاستقرار الاقتصادي .

إذا حدثت لأي سبب من الأسباب أزمة اقتصادية في مكان آخر من العالم بحيث تـرتب على ذلك تصـاعد قلـق وتـوتـر المستثمرين بحيـث بدءوا في الانسحـاب بأمـوالهم بالجملـة يصبح هذا الاقتصـاد فجأة في خطر، إذ تنهـار أسعار الأصـول الماليـة ــ الأسهم ــ وترتفع أسعـار الفـائدة ، وعلى الـرغم من استمـرار المؤشرات الاقتصادية الكلية الأساسيـة دون تغيير مما يجعل الأصول المتداولـة أقل من قيمتها

---

* Self- fulfilling crisis.

الحقيقية، فإن ذلك لا يمثـل دافعـا للمستثمـرين للشراء طبقا لاعتبارات الـرشد الاقتصادي، بل يتخـذ سلوكهـم عكس هذا التـوجه . ويترتب على تـدهور قيم الأصول ومن ثـم ضمانـات القروض انهيار بعض البنوك التي كـانت تتميز بملاءتها من قبل، كما أن الانكماش الاقتصـادي وارتفـاع أسعـار الفائدة قـد يـؤديـان إلى إفلاس العـديد من الشركات وهـو ما يصيب الجهاز المصرفي مـرة أخرى . في مثل هذه الظروف فإن القيام بالشراء حينما يتجـه الجميع وبسرعة نحو البيع قد لا يبدو منطقيا وربما يكون من الأفضل الانضمام إلى طابـور البائعين . ومن هنا فإن فقدان الثقة قد يخلق مبررات فقدانها .

«نفترض أيضا أن تخلي الحكـومة عن سعـر الصرف الثابت ليس متصـورا بشكل مسبق، فلا يوجد أي تدهور في اتجاه سلوك المتغيرات الاقتصادية الأساسية، وعلى الـرغم مـن ذلك فإن الحكـومـة قـد تتخلى عن نظـام سعـر الصرف الثـابت إذا تصاعدت ضغوط المضاربين بشدة وهو ما يطلق عليه هجوم مضاربي . النتيجة في مثل هذه الأحوال هي أزمـة لسعر الصرف تخلق ظروف حدوثها . فـالمستثمر الفرد لن يسحب أمـواله من بلـد ما إذا اعتقـد أن نظام سعـر الصرف السائد لا يـواجه خطـورة ما، ولكنـه سوف يسحب أمـوالـه إذا بدا في الأفق أن انهيـار نظام سعـر الصرف ممكن . وهكـذا سـوف تتحقق الأزمـة إذ قـام عـدد كبير من المستثمـرين بسحب أمـوالهم بنيـة الخروج . النتيجـة إذًا أن التفـاؤل أو التشـاؤم يصبح ذاتي التأكيد، وفي حالة التشاؤم الذي يتأكـد ذاتيا فإن من حق الدولة أن تدعي أنها قد عانت من أزمة لا ضرورة لها»[٢٠] . نفترض أيضا ـ وعلـى سبيل المثال ـ أن الأداء الاقتصادي لدولة ما (أو لشركة معينة، أو لصناعة ما، أو لسوق مالي) يتوقف على رغبة واستعـداد عدد كبير من المستثمـرين في توفير أرصـدتهم النقديـة . فإذا ساد الاعتقاد أن بعض المستثمرين سوف يحجمون عن توفير وتقديم أرصدتهم النقدية، فإنه من بـاب الرشد في السلـوك بالنسبـة للمستثمر الفرد أن يمتنع هـو الآخر عن الاستثمار . وهكـذا تصبح هـذه المعتقـدات محققـة لـذاتها "Self- Fulfilling" ويمثل ذلك نوعـا من الفشل في التنسيق "Coordination Failure" . ذلك أن كل فـرد سـوف يصبح في وضع أفضل إذا قـرر جميع المستثمرين تـوفير أرصـدتهم النقدية للدولة أو الصناعة التي تأثرت، ولكن للأسف لايوجد من سبيل للتنسيق بين قرارات المستثمرين في هذا الصدد .

والمشكلة في هذا التحليل هي أنه لا يوضح ما إذا كانت أي عملة يمكن أن تكون عرضة لتصاعد ضغوط المضاربين عليها - أي لهجوم المضاربين - أو ما إذا كان تصاعد ضغوط المضاربين في جميع الأحوال لا يمكن تبريره بالرجوع إلى المؤشرات الاقتصادية الأساسية . كذلك فإن التحليل السابق يبين أن هناك مستوى معينا من المؤشرات الاقتصادية الأساسية يمكن معها أن تحدث الأزمة ولكنها لا تحدث ، وهناك مستوى آخر من المؤشرات الاقتصادية الأساسية لا تستدعي معها حدوث الأزمة ولكنها تحدث . كيف تحدد هذه المستويات ؟ هذا سؤال لا يمكن حسم الإجابة عليه إلا بالدراسات التطبيقية .

ثانيا : سلوك القطيع(*): تفترض جميع تفسيرات أزمة سعر الصرف أن أسواق الصرف الأجنبي تتسم بالكفاءة ، أي أنها تستخدم المعلومات المتاحة لديها أفضل استخدام ممكن . إلا أن الدلائل والبراهين المتاحة عن كفاءة هذه الأسواق تبدو قليلة للغاية ، بل على العكس من ذلك فبعض مظاهر وسلوكيات أسواق النقد الأجنبي (مثل أسواق المال الأخرى) لا تنفق و مفهوم الكفاءة على الإطلاق . ولاشك في أن سلوك القطيع هو أحد مظاهر عدم كفاءة هذه الأسواق . ولعل المثال الواضح على سلوك القطيع أو غريزة القطيع هو الدراسة التي قام بها شيلر حول سلوك المستثمرين خلال انهيار سوق الأسهم في أكتوبر ١٩٨٧ . إذ كان السبب الذي قدمه من قاموا ببيع الأسهم تبريرا لهذا السلوك هو أن الأسعار كانت تتدهور . وفي إطار أزمة لسعر الصرف ، فإن مثل هذا السلوك سوف يعني موجات كبيرة من البيع - أيا كان سبب حدوثها في البداية - يتم تضخيمها بصفة مستمرة من خلال آلية التقليد ، بحيث تتحول في النهاية إلى نزوح كبير غير منظم من العملة[٢١] . والسؤال هو لماذا يحدث سلوك القطيع ؟ بعض التفسيرات التي قدمت في هذا الصدد تستند إلى ما يمكن تسميته بتأثير «الزفة» (**) الذي يدفع إليه الإيمان بتوافر معلومات خاصة لدى المستثمرين[٢٢] الآخرين . فإذا كان لدينا ثلاثة مستثمرين ، الأول لديه معلومات حول سوق العقار ، في حين يتوافر لدى

---

* Herding.

** Bandwagon Effects.

الثاني معلـومات من البنـوك ، بينما يتوافر لـدى المستثمر الثـالـث معلومـات حول الحوار، داخل مجلس الـوزراء فيها يتعلق بـالسيـاسـة الاقتصـاديـة . فإذا حصل المستثمر الأول على بعض المعلومـات السالبة التي تدفعه إلى بيع ما لـديه من عملة أو ما لديه من أصول مالية أخرى . وعلم المستثمر الثاني بأن المستثمر الأول قد قام بالبيع ، فسوف يقوم هو الآخر ببيع ما لـديه من أصول حتى ولو كانت المعلومات التي لـديه ليست سـالبة بـل حتى مطمئنة بعض الشيء . وسـوف يقوم المستثمـر الثالث في النهـاية بالبيع أيضـا ـ حتى ولو كـانت المعلومات المتوافـرة لديه مـوجبة ومطمئنة للغاية ، وذلك لأن قيام كل من المستثمر الأول والثاني بالبيع سوف يدفعه إلى الاعتقاد أنه قـد توافرت لديهم معلومـات سالبة غير مطمئنة حتى ولـو لم تتوافر لديهم فعلا هذه المعلومات . بمعنى آخـر فإن القضية المحورية هنا هي أن سلوك المستثمر لا يتحدد بما يعتقـده هو عن السوق أو عن الاقتصاد ولكـن بما يعتقد أنه اعتقاد الآخرين نتيجة لسلوك معين من جانبهم أو نتيجة لتفسيره الخاص والفردي لحدث معين . فإذا انخفضت أسعار الأسهم لشركة معينـة مسجلة في السوق وقام المستثمر بتفسير هذا الحدث بأنه ينطوي على قرار من المستثمرين الآخرين بالخروج من السوق ، فسوف يتخـذ هو قراره أيضا بالخروج من السـوق ـ عن طريق البيع ـ حتى ولو كـان لديـه اعتقاد آخر حـول الأوضاع الاقتصاديـة والماليـة . وهـذا هو سلوك القطيـع ، فليس المهم هو مـا يعتقده المستثمر ولكـن المهم هو مفهـومه أو رؤيته عن اعتقاد الآخرين .

ثالثـا : العـدوى(*) : تعني العدوى ببساطة شديـدة أن انهيار مؤسسة سوف يتسبب في خلق أزمة ثقة من شأنها إصابة مؤسسات أخرى لا ترتبط بالمؤسسة الأولى مما يترتب عليه تـراجع في حركة النشـاط الاقتصادي . وتتـوافر العدوى أيضـا إذا ترتب على انهيار أسـواق المال أو أسواق العملة في دولة مـا نشوء أزمة ثقة يترتب عليهـا انهيار أسواق المال في دول أخرى قـد لا ترتبط بروابط اقتصاديـة كبيرة مع الدولة الأولى . ولاشك في أن العدوى تعكس سلـوكا غير رشيـد من جانب المستثمـرين ، كما قد تترتب العدوى نتيجـة لقيام المستثمرين بمعاملـة عدد من الدول كمجموعـة بناء

---

* Contqagion.

على ما يعتقدونه من وجود سمات مشتركة بينهم . وقد طرحت على بساط البحث قضية العدوى بصورة شديدة في دراسات الأزمات المالية بما فيها أزمات سعر الصرف حديثا ، حيث كان انتقال العدوى واضحا وفعالا خلال أزمة أمريكا اللاتينية (المكسيك) في التسعينيات ١٩٩٤ـ ١٩٩٥ ، وكذلك خلال الأزمة الآسيوية التي بدأت في يوليو ١٩٩٧ ومازالت آثارها مستمرة حتى الآن . ونحن نفضل إرجاء الدخول في تفاصيل موضوع آثار العدوى ـ خاصة آليات العدوى الحديثة التي اكتشفت في أزمة المكسيك والأزمة الآسيوية خصوصا ـ إلى الفصل السابع من هذا الكتاب .

(جـ) الذعر المالي(*) أو الأزمة المصرفية(**) : والذعر المالي لا يعدو أن يكون حالة من حالات انهيار أحد المصارف حيث يقوم الدائنون أصحاب القروض قصيرة الأجل (المودعون) بسحب قروضهم (ودائعهم) بأسلوب فجائي من مدين يتسم بالملاءة[٢٣]. ويمكن القول إن تحقق ظاهرة الذعر المالي تتمثل في توافر ثلاثة شروط :

١ـ أن تزيد المديونية قصيرة الأجل عن الأصول قصيرة الأجل .

٢ـ ألا يحتوي السوق على دائن كبير يكون قادرا على توفير التسهيلات اللازمة لسداد الالتزامات قصيرة المدى .

٣ـ عدم وجود مقرض أخير أو مقرض نهائي . في مثل هذه الحالة فإن السلوك الرشيد يتطلب من كل دائن أن يسحب ائتمانه إذا كان الدائنون الآخرون يحاولون الهروب من هذا المدين عن طريق سحب ائتمانهم ، على الرغم من أن كل دائن قد يكون على استعداد للإقراض أو توفير الائتمان إذا كان الدائنون الآخرون يتبنون ذات التوجه . والأزمة المصرفية من الصعب التعرف عليها في الواقع ، نظرا لطبيعة المشكلة من ناحية ولنقص البيانات والمعلومات من جهة أخرى . كذلك فإن تتبع الأزمات المصرفية التي حدثت في السبعينيات أو الثمانينيات والتسعينيات في الدول المتقدمة الصناعية يشير إلى أن هذه الأزمات لم تتولد في جانب الخصوم (المطلوبات) من ميزانيات البنوك في الدول التي حدثت فيها

---

* Financial Panic.
** Banking Crisis.

الأزمة (٢٤) . أما بالنسبة للدول النامية فتأخذ الأزمة في العادة شكل الهجوم على البنوك لسحب الودائع ، مثال ذلك أزمة الأرجنتين والفلبين وتايلاند وتركيا في الثمانينيات والتسعينيات ، وفي الأزمة الآسيوية في كوريا حيث عجزت البنوك عن مد آجال الودائع المتبادلة بين البنوك .

وتنشأ أزمات البنوك عادة في جانب الأصول من ميزانية البنك ـ وهو الأمر السائد في الدول المتقدمة والدول النامية على السواء ـ نتيجة لتدهور نوعية الأصول ، حيث يتزايد نصيب الديون غير المنتظمة في المحفظة الائتمانية للبنوك ، ومن هنا يمكن التعرف على عدد من المتغيرات التي يمكن أن تساعد ـ وليس بالضرورة أن تؤدي حتما ـ على حدوث الأزمة المصرفية ، مثل انهيار سوق العقار أو سوق الأسهم ، أو انهيار وحدات قطاع الأعمال المدينة للجهاز المصرفي (٢٥).

(د) الأزمة المنظومية(*) : الأزمة المنظومية تعني أن الأزمة لا تقتصر على قطاع واحد أو مظهر واحد ولكنها تمتد إلى المنظومة ككل ، فهي أزمة عضوية أو أزمة بنيوية ، وهناك عدد من السمات التي تميز الأزمة المنظومية(٢٦) وهي :

١ ـ أن الأزمة المنظومية تتولد في الأسواق المالية أو يتم تضخيمها بواسطة الأسواق المالية ، وبصورة أكثر دقة فإن المخاطر المنظومية تتولد في عملية التمويل ، بمعنى أن ما يحتاجه المشروع من أموال لأداء مهامه يتم توفيره بواسطة مستثمرين خارج المشروع . وهكذا فالمخاطر المنظومية لا تنشأ إذا كان التمويل يتم ذاتيا ، أي من الأموال الذاتية للمشروع ، ومن هنا تلعب نسبة المديونية دورا مهما .

٢ ـ السمة الثانية للأزمة المنظومية أنها تنطوي على عنصر العدوى ، بمعنى أن الأزمة في بلد معين تسبب أو يبدو أنها تسبب أزمة أو عدم ملاءة أو إفلاس في دولة أخرى لا يبدو على اقتصادها أنه يعاني من أية أزمة .

٣ ـ الأزمة المنظومية تنطوي على فقدان ثقة المستثمرين ، وهذا يعني أن المستثمرين أو المؤسسات المالية يقومون بتخفيض حجم السيولة الذي يكونون على استعداد لتوفيره ، هذا التقلص في حجم السيولة لا يتم بناء على ظروف واعتبارات موضوعية ، ولكنه نتاج تغير في مزاج المستثمرين .

---

* Systemic crisis.

٤ ـ تنطوي الأزمة المنظومية على تكلفة عالية جدا متمثلة في انخفاض الإنتاج وتراجع الكفاءة الاقتصادية . فانهيار سوق الأسهم لا يمكن اعتباره أزمة منظومية ، فإذا ترتب على الانهيار إعادة توزيع الثروة من المضاربين على الجانب الخاسر (الذين قاموا بالبيع حينما كانت الأسعار متدنية) إلى المضاربين على الجانب الكاسب (الذين قاموا بالشراء حينما كانت الأسعار منخفضة) دون التأثير في مستوى النشاط الاقتصادي ، فإنه لا يمكن النظر إلى أزمة سوق الأسهم بوصفها أزمة منظومية ، فالأزمة لكي تصبح أزمة منظومية لابد وأن تسبب معاناة للمواطن العادي ولا تقتصر المعاناة على المتعاملين بالبورصة .

٥ـ الأزمة المنظومية تتطلب تدخل الحكومة من خلال السياسة الاقتصادية ، ذلك أن الأزمة تؤدي إلى تدني الأداء الاقتصادي وهو ما يستدعي ضرورة التدخل من خلال السياسات العامة . ويصبح التدخل الحكومي مطلوبا إذا كانت هناك آثار جانبية للأزمة . فإذا حدثت موجة من الإفلاسات ، فإنها لا تعتبر أزمة منظومية إذا اقتصرت الأضرار على المتعاملين مع الشركات أو المشروعات التي أشهرت إفلاسها ، أما إذا امتدت الأضرار إلى خارج دائرة المتعاملين مع المشروعات المفلسة وجب التدخل الحكومي ، لأن الإفلاس أصبح له هنا تكلفة اقتصادية عالية .

٦ ـ أحد السمات المهمة والأخيرة للأزمة المنظومية هي عدم وجود حدث محدد يمكن اعتباره أو النظر إليه باعتباره مفجر الأزمة(*) .

ولاشك في أن الأزمة الآسيوية تشترك مع الأزمة المنظومية في عدد من السمات .

(هـ) **أزمة المخاطر المعنوية(**)**: طرح مفهوم المخاطر المعنوية بشدة بعد قيام الأزمة الآسيوية ، وقد اهتم به بصورة خاصة تقرير صندوق النقد الدولي[٢٧] (مايو ١٩٩٨)، على أساس أن المخاطر المعنوية قد لعبت دورا محوريا في الأزمة الآسيوية . وتتحقق المخاطر المعنوية حينما يفشل الطرف المؤمن لصالحه من اتخاذ الاحتياطات الواجبة لمنع حدوث الواقعة أو الحدث المؤمن ضده . فإذا فشل المؤمن لمصلحته ضد الحريق في اتخاذ

---

* Triggering event.
** Moral Hazard crisis.

الحد الأدنى من الإجراءات الوقائية الضرورية لمنع حدوث الحريق فوقع الحريق ، فإن ذلك ينطوي على مخاطر معنوية مهمة . وفي مجال الأسواق المالية تثور المخاطر المعنوية إذا اعتقد المستثمرون أو المودعون لدى البنوك أن الحكومة سوف تضمن استثماراتهم وودائعهم سواء في حالة فشل هذه الاستثمارات أو في حالة انهيار البنوك . ويترتب على هذا الاعتقاد تراخي المستثمرين والمودعين في مراقبة ومتابعة نشاط الشركات والبنوك وضمان الاتزان والحيطة والحذر في قراراتهم وإجراءاتهم(٢٨) . وبصورة خاصة تقوم البنوك بالإفراط في الإقراض عما كان يمكن أن يكون عليه الحال في غياب الاعتقاد بوجود الضمانات الحكومية .

وطبقا للتفسير السابق فإن المخاطر المعنوية إنما تتمثل في وجود حالة من الإفراط في المديونية نتيجة للاعتقاد بوجود شبكة للأمان ، في حين أن الأزمة المنظومية تحدث نتيجة لصدمة خارجية يترتب عليها وجود موجات كبيرة من الإخلال بالالتزامات التي تصل لحد التوقف عن الدفع (٢٩).

ويرى رومر واكرلوف أن المخاطر المعنوية تثور حينما تقوم البنوك بالاقتراض (تلقي الودائع) على أساس وجود ضمان ضمني أو ظاهري لخصوم أو مطلوبات البنك . فإذا كانت القاعدة الرأسمالية في البنوك ضعيفة أو أن البنوك لا تتبع قواعد الحيطة والحذر فإنها قد تستخدم الأموال المتاحة لديها لإقراض مشروعات ذات مخاطر عالية(٣٠) . ويشير رومر واكرلوف إلى أن استخدام البنوك السيئ للودائع المتاحة لديهم (الأموال المتاحة لديهم) نظرا لاعتبار وجود أو توافر الضمانات الحكومية يدخل تحت مسمى «اقتصاديات السرقة» ويشير إلى أن الاستخدام غير الكفء للودائع (أي الموارد المتاحة لدى البنوك) كان سمة مميزة لأزمة بنوك الإقراض والادخار في الولايات المتحدة في الثمانينيات(٣١).

وتثور مشكلة المخاطر المعنوية على مستويات متعددة . فالدول النامية سوف تتردد أو تتراخى في اتخاذ السياسات الاقتصادية المطلوبة نظرا لاعتقادها وإيمانها أن صندوق النقد الدولي سوف يتقدم في الوقت المناسب ببرنامج للإنقاذ . أو العكس أي أن قيام الصندوق بالإنقاذ يخلق حالة من التراخي في الأداء من جانب حكومات تلك الدول . كذلك فإن البنوك العالمية في فتحها لخطوط الائتمان أو إقراضها للبنوك في الدول النامية

لا تلتزم بالقواعد المتعارف عليها في حساب المخاطر، وكثيرا ما لا تهتم بمتابعة المؤشرات الأساسية لهذه البنوك ، ويتم ذلك بناء على اعتقاد البنوك العالمية أن هناك ضمانا ضمنيا من جانب حكومات الدول النامية للتدخل في الوقت المناسب لإنقاذ البنوك ومنع انهيارها . كذلك تقوم البنوك المحلية بالتوسع في الإقراض للأفراد والشركات دون الالتزام بقواعد حساب المخاطرة تحت اعتقاد ضمان الحكومة للودائع أو تحت الاعتقاد بأن الحكومة ظاهرا أو ضمنا لن تسمح بانهيار أي مؤسسة مصرفية أو مالية ، وبالتالي يتم الإقراض زيادة عن الحدود المسموح بها دون الالتزام بالقواعد والأعراف المصرفية في حساب المخاطر . وكما يقول البعض فإن إدارات البنوك وكأنها تلعب اللعبة التالية «إذا نجحنا فالمكاسب لنا وإذا فشلنا فسوف تتحمل التبعة والنتائج الخزانة العامة . . . أي دافعو الضرائب»(٣٢).

(و) **أزمة انفجار الفقاعة** : يشير البعض إلى أزمات انفجار أو انهيار الفقاعة المالية على أنها تحدث حينما يقوم المضاربون بشراء أصل مالي بسعر يفوق قيمته الأساسية في ظل توقع مكاسب رأسمالية عالية . وفي كل فترة قد تنمو الفقاعة وتتضخم (حيث يتم قياس الفقاعة بمدى انحراف سعر الأصل المالي عن سعره الأساسي) وقد تنفجر . ولا يمكن القول إن انفجار الفقاعة حينما يحدث يكون متوقعا ، كما لا يمكن القول أيضا أنه بعيد عن الرؤية المستقبلية للمشاركين والمتعاملين في السوق لأنهم يكونون على وعي بوجود الفقاعة . وحقيقة الأمر أن أزمة انفجار الفقاعة المالية لا يمكن النظر إليها بمعزل عما يحدث في بقية النظام المالي والنظام الاقتصادي ، فهي لا تنفصل عن سياسات الائتمان والمخاطر المعنوية . فحتى يمكن أن يكون الدخول إلى سوق الأصول المالية جذابا للمضاربين لابد وأن تتصاعد من فترة لأخرى أسعار هذه الأصول أي أن تنمو الفقاعة وتتضخم ، وحتى يحدث ذلك لابد من ضخ كمية من القوة الشرائية في السوق تكون كفيلة برفع أسعار الأصول ، بحيث يعقب ذلك ضخ موجة أخرى من القوة الشرائية لتظل الأسعار في ارتفاع مستمر إلى أن يوقن المتعاملون في السوق أن الأسعار السائدة وبالتالي معدل العائد إلى السعر قد وصل إلى مستويات لا يمكن تبريرها فتبدأ عملية التصحيح التي قد تتحول إلى انفجار بناء على مدى نمو الفقاعة من جهة ومدى ثقة المستثمرين في السوق من جهة أخرى . ولا شك في أن انهيار سوق العقار في اليابان خاصة في طوكيو في أوائل التسعينيات وكذلك سوق الأسهم الياباني هو ممثل حقيقي لأزمة انفجار الفقاعة .

(ز) أزمة السيولة الدولية : أو بمعنى أدق أزمة شح السيـولة (*) الدولية أو اختفاء السيـولة الـدولية ، وتحدث هـذه الأزمـة حينما يتسم النظام المالي المحلي بتـدني سيولتـه الدولية ، أو اختفـائها . ويرى البعض(٣٣) أن الانهيار المالي هـو أحد السمات المميـزة والأساسية للأزمة الآسيوية . فقـد اتسمت هذه الأزمة في عديد من البلدان التي نشأت فيها بانهيار البنوك والمؤسسات المالية الأخرى وإغلاقها وتوقف نشاطها (كوريا وتايلاند وإندونيسيا) . كما يرتبط الانهيار المالي (**) بالتدهور الشديد في أسعار الأصول ، وكان الانهيـار المالي أحد الأسبـاب المهمـة وراء التـدهور الحاد والسريع في أسعـار الصرف في الدول الآسيوية منذ منتصف عام ١٩٩٧ . ولا شك في أن انهيار النظـام المالي كان أحد نتائج الأزمة الآسيوية . والسؤال الذي يطرحه البعض : ما العوامل المسئولة عن هشاشة أو ضعف النظام المالي بحيث لا يستطيع الصمـود أمام أي صدمة خارجيـة ـ مثل تحول اتجاه انسياب رءوس الأموال؟ يعود السبب الرئيسي في هشاشة أو ضعف النظام المالي إلى عدم سيولته الـدولية . ويشير مفهوم تدني أو اختفاء السيولة الـدولية لأي نظام مالي إلى عدم الاتسـاق أو التوافق بين آجـال استحقاق كـل من الأصول والخصـوم (الموجودات والمطلوبات) الدولية لهذا النظام . ومن هنا فإن المحـدد الأساسي لمفهوم السيولة الدولية لأي نظام مـالي هو هيكل آجـال استحقاق الأصول والخصـوم الدوليـة أو الأجنبية لهذا النظام المالي . وهنا علينا تحديد المؤسسات الـداخلة في تعريف النظام المالي والتي علينا دراسة آجال استحقاق موجوداتها ومطلوبـاتها (أصولها وخصومها) الأجنبية . والقضية ليست قضية آجال استحقاق الأصول والخصـوم الأجنبية فقط ، بل أكثر تحديدا يقتصر مفهوم شح السيولة الـدولية لأي نظام مالي حينما تفوق التزامـاته قصيرة المدى وبالعملة الأجنبيـة مـا في حـوزتـه أو مـا يمكن أن يحصل عليـه من عملـة أجنبيـة في المدى القصير(٣٤) . فإذا عجزت أصوله المقومـة بالعملة الأجنبية قصيرة المدى ـ أو بمعنى أدق أصولـه السائلة بـالعملة الأجنبية ـ عـن تغطية خصومه والتـزاماته قصيرة المدى المقـومة بالعملـة الأجنبية فإن النظام المالي يفقـد سيولته الدوليـة ويصبح عاجزا عن الاستجـابة والتصدي لأي صدمة خارجية يترتب عليها النزوح من العملة الوطنية . ويثور الخلاف حول ما يمكن أن ينـدرج تحت تعريف الأصول السائلة بالعملـة الأجنبية ، ولكن جرى

---

* Illiqudity Crises.
** Financial Collapse.

الاتفاق على أن أقرب المؤشرات للتعبير عن الأصول السائلة بالعملة الأجنبية هو رصيد الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية لدى السلطات النقدية . أما الخصوم (المطلوبات) الدولية أو الأجنبية في المدى القصير للنظام المالي فإنها تتضمن رصيد المديونية الأجنبية قصيرة الأجل ، والودائع تحت الطلب المقومة بالعملات الأجنبية . والفرق بين الاثنين هو أن الأولى تمثل التزامات تجاه الأجانب ، في حين أن الثانية تمثل التزامات تجاه المقيمين المحليين . ويضيف البعض رصيد الودائع تحت الطلب المقومة بالعملة المحلية ، وذلك على أساس أنه في ظل نظام سعر الصرف الثابت مع القابلية للتحويل يمكن النظر إلى هذه الودائع باعتبارها فعليا وواقعيا التزامات بالعملة الأجنبية. ولا نريد هنا الدخول في الخلاف حول ما يمكن أن يندرج وما لا يمكن أن يندرج تحت بند الخصوم أو الأصول الدولية السائلة وقصيرة المدى . كل ما نريد التأكيد عليه هو المتابعة الدقيقة لمعدل تزايد كل من الأصول الدولية السائلة والالتزامات الدولية قصيرة الأجل . ويرى أصحاب هذا الرأي أن أزمة شيلي ١٩٨٢ وأزمة المكسيك ١٩٩٤ والأزمة الآسيوية ١٩٩٧ تتسم جميعها بفقدان النظام المالي لسيولته الدولية . ولا شك في أن فقدان النظام المالي لسيولته الدولية يخلق أزمة ثقة ويدفع إلى سيادة الذعر المالي . ومن العوامل التي تساعد على تدني وانخفاض السيولة الدولية للنظام المالي برامج سياسات التحرير المالي قبل الأزمة ، و زيادة الالتزامات الدولية قصيرة الأجل بمعدلات متسارعة، وزيادة المديونية المقومة بالعملات الأجنبية. ولا شك في أن فقدان النظام المالي لسيولته الدولية يجعل النظام المالي أكثر ضعفا وأقل قدرة على مواجهة أي صدمة خارجية.

يمثل ما سبق استعراضا لتعريف وتصنيف الأزمات المالية المختلفة وسمات كل منها. وكما يبدو واضحا فإن الأزمة الآسيوية لا تنتمي لأي منها كلية ، بل الواقع أنها تحوي عنصرا أو عناصر من هذه الأزمات المختلفة . ويمكن القول إن أي تفسير للأزمة الآسيوية أو تصنيف لها لابد وأن يتضمن العناصر التالية ، وهي عناصر استخرجناها من واقع التجربة ومن التتبع الدقيق لمجرياتها . فالأزمة نشأت في القطاع الخاص ولم يكن سلوك الحكومة المتمثل في عجز المالية العامة هو السبب وراء الأزمة . كذلك يختلف سلوك المؤشرات الكلية الاقتصادية الأساسية من دولة لأخرى قبل الأزمة وفي أثنائها . من ناحية أخرى فلابد أن تعرف لماذا حدثت الأزمة في هذه الدول بالذات ،

ذلك أن المؤشرات الاقتصادية الكلية الأساسية في بعضهـا كانت أقل سوءا من مستواها في دول أخرى عديـدة ومع ذلك حدثت الأزمة في آسيا . كذلك تتميز الأزمـة الآسيوية مشـاركة مـع الأزمة المكسيكيـة بـوجود ارتبـاط قـوي بين انهيـار سعر الصرف والأزمـة المصرفية ، فقد انهار سعـر الصرف والنظام المالي معا . كذلك فإن هـذه الأزمة تتميز بأن الانهيار الكبير كان نتاج حـادث أو أحداث صغيرة ، وأن العقاب لم يكن بمثل الجرم . كذلك لعب تحرير حساب رأس المال في ميزان المدفـوعات في هذه الدول وتدفق رءوس الأموال قصيرة الأجل وبكميـات ضخمة دورا مهمًا في الأزمة ، خاصـة عندما تغير اتجاه انسياب رءوس الأموال وبدأت في الاتجاه نحو الخارج في موجات كبيرة . ويمكن القول أيضا إن هذه الأزمة تحوي بعض سمات أزمـة تضخم فقاعة الأصول ، كما تحمل سمات أزمة المخاطـر المعنوية . ولا شك في أن فقدان النظـام المالي لسيولته الدولية كـان عاملا حاسما في الأزمة .

ويمكن وصف الأزمة الآسيوية على النحو التالي :

أدى نجاح أداء هذه الاقتصاديات عبر فترة ممتدة من الـزمن ـ تصل إلى ما يزيد على عقدين من الـزمان ـ بـالاستناد إلى سلوك المتغيرات الاقتصاديـة الأساسية إلى تـدفقات ضخمة لـرءوس الأموال إلى هذه الدول ، وتصـاعدت موجات هـذا التدفق في النصف الثاني من التسعينيات . ليس غريبا إذن أن يطلـق على هذه الأزمة «أزمة نجاح» بمعنى أن نجاح هذه الدول قد يكون سببا في أزمتها .

واتخذت هـذه التدفقـات شكل الأمـوال قصيرة الأجل أو الأمـوال السـاخنة ، وقـد ساعد على هذا التدفق ثلاثة عوامل مهمة هي :

١ ـ تحرير حساب رأس المال في هـذه الدول وبصورة شاملة وفك قيـود حركة النظام المالي المحلي .

٢ـ وجود سيولة عالمية فائضة نتيجة للانكماش في كل من اليابان وأوربا .

٣ـ عدم كفاءة أسواق رأس المال العالمية وآلياتها في تخصيص الأموال المتاحة لديها .

وقد انسابت هذه التدفقات من خلال المؤسسات المالية المحلية سواء كانت مصرفية أو غير مصرفية . ولم يستطع ـ بل عجز ـ هذا النظام المالي بمؤسساته عن استيعاب هذه الأموال وتوجيههـا نحو قنوات الاستثمار المنتجة ، مما تـرتب عليه إفراط في الاستثمار وفي

أنشطة إما متدنية العائد أو أنشطة أخرى تعتبر مجالا رحبا للمضاربة السعرية ، وقد ساعدت القوة الشرائية المتزايدة الموجهة إلى مجالات المضاربة كأسواق الأسهم والعقار إلى تكون فقاعة في أسواق الأصول وتضاخمت هذه الفقاعة بمرور الوقت ، وهو أحد العوامل التي جعلت الانهيار كبيرا حينما انفجرت هذه الفقاعة . وقد عجز النظام المالي أيضا ـ أو على أفضل تقدير لم يكن مستعدا – للاستجابة السريعة حينما تغير اتجاه تدفق هذه الأموال كلية من جهة الداخل إلى جهة الخارج . وتشير بعض التقديرات إلى أن التدفق الصافي لرءوس الأموال من الخارج قد انخفض من ٩٣ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ إلى ١٢,١ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ ، وهو تأرجح من الداخل إلى الخارج يبلغ مقداره ١٠٥ بليون دولار أمريكي في مدى زمني قصير جدا قادر على خلخلة أي نظام مالي . ويبلغ هذا التدفق السالب حوالي ١١٪ من إجمالي الناتج المحلي لدول الأزمة البالغ ٩٣٥ بليون دولار أمريكي .

وقد أدى الإفراط في الاستثمار إلى تخطي معدل الاستثمار المحلي معدلات الادخار المحلي ـ بالرغم من ارتفاع معدلات الادخار المحلي ـ بحيث ترجمت هذه الفجوة نفسها في شكل عجز في ميزان المدفوعات . وقد ساعد على تفاقم هذا العجز عوامل ومتغيرات مهمة يتعلق بعضها بالسياسة الداخلية والبعض الآخر بالبيئة الدولية ، بجانب السياسات الخاطئة للدفاع عن سعر الصرف الثابت ، بحيث إنه حينما انفجرت الأزمة كان التدهور حادا وسريعا . وقد ساعد على هذا التدهور تحول الأزمة إلى أزمة ثقة ولعل أسلوب مواجهة هذه الأزمة هو أحد العوامل التي ساعدت على زيادة حدة التدهور . ولاشك في أن هشاشة أو ضعف النظام المالي كان العامل الأساسي المسئول عن حدة التدهور وسرعة الانتشار وتعمق عدم الثقة . وقد ساعد العديد من الآليات على انتشار عدوى هذه الأزمة من موطن انفجارها إلى الإقليم المجاور ثم انتقلت العدوى عبر المحيطات إلى الأسواق المالية في أرجاء المعمورة .

ولاشك في أن بعض أسباب هذه الأزمة يكمن في سلوك بعض المتغيرات الكلية الأساسية وخاصة ميزان المدفوعات وما يرتبط به من متغيرات من جهة وفي ضعف وهشاشة النظام المالي من جهة أخرى . ولاشك في أن استجابة الحكومات لهذه الأزمة وكذلك المؤسسات الدولية في البداية قد ساعد على تفاقم حدتها من خلال أزمة فقدان الثقة ، بجانب بعض العوامل المساعدة الأخرى الدولية والمحلية . وهذا موضوع دراسة الفصول القادمة .

هوامش الفصل الثالث

١ـ Robert Wade & F. Veneroso "The Asian Crisis: The High Debt Model VS The Wall Street - Treasury - IMF Complex". Russel Sage Foundation working papers, November 1998.

٢ ـ Krugman, Paul "The Myth of Asia's Miracle", Foreign Affairs 1994, 73 (6), November - December, pp 62 - 78.

٣ـ S. Rodelet & J. Sachs: "The Onset of East Asian Finanical Crisis" NBER, working paper No. 6680.

٤ ـ WR Kline & K. Barnes: "Spreads & Risks in Emerging Markets lending" Institute for International Finance, Research Paper No. 97 - 1, November 1997.

انظر

Lehman Brothers: "Global Weekly Monitor", 6th June 1997.

Morgan Grenfell: Outlook for Global Bond Market" Quarter Three 1996.

٥ ـ Bank of America, "World Information Service: Country Data Forecast", September 1996.

٦ـ J. P. Morgan, "World Financial Markets", 25th June 1996, New York, PP-64-72.

٧ـ Deutsche Morgan Grenfell: "Economic & Financial Outlook", Monthly Bulletin, 16th June 1997, PP-58-61.

٨ـ Banque Indosuez "Emerging Prespectives" June 1997, P-8.

٩ـ ABN-Amro Bank . "Economic Prespectives" June 1998. P 42.

١٠ ـ IMF, "World Economic Outlook: May 1997. Washington DC. June 1997. Table (A5) Statistical Appendix.

١١ ـ Robert Wade : The Asian Debt - And - Development crisis of 1997? Causes & Consequences. Russel Sage Foundation, Working Papers, New York 1998, P5.

١٢ـ J. Sachs "Power Unto Itself: Why the IMF needs reassessment, Financial Times, 12 December 1997.

١٣- P. Krugman: "A Model of Balance of Payment crisis", Journal of Money, Credit and Banking 1979, 11, PP 311-325.

١٤- Eichengreen B., A. Rose, C. Wyplosz, "Contagious Currency Crisis: First Tests", Scandinavian Journal of Economics, 9, No.4, 1996, PP 463-484.

١٥- M. Connolly & D. Taylor: "The Exact Timing of The Collapse of an Exchange Rate Regime and its Impact On The Relative Prices of Traded Goods", Journal of Money, Credit and Banking, 1984, 16, PP 194-207.

١٦- P. Krugman & J. Ratemberg, "Speculative Attacks on Target Zones", In P. Krugman & M. Milla (eds). Target Zones Currency Bands, Oxford University Press 1991.

١٧- R. Flood & N. Marrion, "Perspectives On The Recent Crises Literature", NBER, Working Paper No. 6380, January 1998, PP 1-2.

١٨- J. Sachs & S. Rodalet, "The Onset ......", Opcit PP 22-24, 32-33,

انظر أيضا J. Sachs, A. Tarnell, A. Velasco, "Financial Crises In Emerging Markets, Brooking Papers on Economic activity, No. 16, 1996, PP 174-215.

١٩- انظر M. Obstfled, "The logic of Currency Crises", NBER, Working Paper No. 4640, 1994.

وانظر أيضا M. Obstfled, "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features" Eurpean Economic Review, 40, 1996, PP 1037-1047.

٢٠- P. Krugman, "Currency Crises" A paper proposed for NBER Conference on October 1997, P 5.

٢١- R. Shiller, "Market Volatility" MIT Press Cambridge Massachusets, 1989.

٢٢ - لقد وجدت أن التعبير الأكثر مناسبة لاصطلاح "BandWagon Effects" هو «آثار الزفّة» ذلك أن الزفّة، التي تسير في الشارع تخلق قوة جذب للانضمام إليها إما بالمشاركة في التصفيق أو الطبل والرقص . . إلخ ، ويمكن أن تسمى أيضا «آثار المزفة» حيث إن المزفة هي المحفة أو المركبة التي تزف فيها العروس وتسير خلفها مركبات أخرى . ويعني ذلك أن هناك مستثمرين يقومون بالبيع (بيع الأصول المالية التي لديهم) لا لسبب إلا لكونهم يرون المستثمرين الآخرين يقومون بالبيع ، وبالتالي فكل ما يفعلونه هو المشاركة في الموكب . ويمكن أن تسمى أيضا «آثار الموكب» وإن كان الموكب يتسم بالانضباط والنظام عكس الزفة فهي تتسم بعدم النظام والفوضى .

٢٣- D. Diamond & Ph. Dybvig, "Bank Runs, Liquidity, and Deposit Insurance, Journal Of Political Economy, Vol. 91, PP 401-419.

٢٤- IMF, "World Economic Outlook" May 1998, Washington D.C., 1998, PP 76-77.

٢٥- IMF, Opcit, P 77.

٢٦- David Marshall, "Understanding The Asian Crises: Systemic Risk as Coordination Failure, Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives, Third Quarter 1998, PP 16-17.

٢٧- IMF, "World Economic Outlook", May 1998, Opcit P 8.

٢٨- David Marshall, "Understanding The Asian Crises", Opcit P 17.

٢٩- David Marshall, "Understanding ....", Opcit P 17.

٣٠- J. Sachs & S. Rodelet, "The Onset of The East Asian Financial Crises", Opcit P 6.

٣١- Sachs & Rodelet, "The Onset ....", Opcit P 6.

٣٢- Paul Krugman, "The confidence Game", The New Republic, a Weekly Journal of Opinion, October 1998.

٣٣- R. Chany & A. Velasco - The Asian Liquidity Crises, NBER, Working Paper No. 6796, Nov. 1998, PP 16-19.

٣٤- Ibid, P. 24.

الفصل الرابع

أسـباب الأزمــة

١ - الاختلالات على المستوى الكلي

ناقشنا في الفصل السابق طبيعة الأزمة وفي أي نوع من أنواع الأزمات يمكن تصنيف الأزمة الآسيـوية ، ولقد رأينا أنها تحوي في داخلهـا سمة أو عنصرا على الأقل من بعض عنـاصر نماذج الأزمات التي أشرنـا إليهـا في الفصل الســابق . ونحاول في هـذا الفصل دراسة أسباب الأزمة . وتجدر الإشارة هنا إلى أننـا نفرق بين أسباب الأزمة ، أو العوامل التي فجرتها العوامل والمتغيرات التي أدت إلى تعمقها وانتشارها ووصولها إلى الأبعاد التي بلغتها . ذلك أنه بمجرد أن انفجرت الأزمـة فإن سلسلة ردود الأفعال في الأسواق المالية وسلوك القطيع والمخاطر المعنوية والبيئية الدولية المحيطة وتعمق أزمة الثقة أدت كلها إلى انهيار أسعـار الصرف وأسعار الأصول (المالية والعقـارية) وتراجع النشـاط الاقتصادي بـدرجـات وأبعـاد من الصعب تبريـرها وربطهـا بسلـوك المتغيرات الإجماليـة أو حجم الاختلالات فيها . وقد سبقت الإشارة إلى أنه يمكن تقسيم أسباب الأزمة إلى اختلالات هيكلية في بعض المتغيرات الإجماليـة خاصة ميـزان المدفوعات ، واختلال بنيـان النظام المالي أو هشـاشة النظـام المالي المحلي . ولا يعني ذلك انفصـال هاتين المجمـوعتين من الأسباب ، فالروابط بينهما قوية وبينهما علاقـات متبادلة لا يمكن إنكارها ولكننا فضلنا معالجة كل منهما على حـدة وفي فصل مستقل ، على أن يتم الربـط بينهما فيما بعد . من ناحية أخرى أشرنا في الفصل السابق إلى أن نجـاح هذه الاقتصاديات الآسيوية وأداءها

المتميز كان من أهم العوامل التي دفعت إلى تدفقات ضخمة من رءوس الأموال (كانت في أغلبها رءوس أموال ساخنة ـ قصيرة الأجل ـ) لم يستطع النظام المالي استيعابها وتوجيهها نحو القنوات المنتجة ، ومن هنا انهار النظام عند تغير اتجاه هذه الأموال من الداخل إلى الخارج . وبالتالي فإن الفصل الحالي الذي يتناول سلوك المتغيرات الإجمالية وما إذا كان ينطوي على اختلالات تدفع لانفجار الأزمة سوف ينقسم في تناوله لسلوك هذه المتغيرات الإجمالية إلى قسمين رئيسيين ، الأول يتعلق بالإنجازات في حين يتعلق الثاني بالاختلالات .

(أ) الإنجازات :

يشير الجدول رقم (١) في الملحق الإحصائي لهذا الفصل إلى سلوك بعض المتغيرات الإجمالية خلال الفترة ١٩٦٥ـ١٩٩٧ . ويوضح الجدول بما لا يدع مجالا للشك أن دول الأزمة قد استطاعت أن تحقق معدلات نمو عالية غير مسبوقة وبشكل مضطرد وعبر فترة ممتدة من الزمن . فخلال الفترة ١٩٧٥ـ ١٩٨٠ بلغ معدل النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في تايلاند نسبة ٤ ,٧٪ ثم قفز إلى معدل سنوي نسبته ١ ,٩٪ خلال الفترة التالية ١٩٨٥ ـ ١٩٩٠ ، في حين بلغ معدل النمو السنوي ٩ ,٨٪ خلال ١٩٩٠ ـ ١٩٩٥ . وتراجع هذا النمو عام ١٩٩٦ وهو العام السابق على الأزمة (حيث بلغ ٥ ,٥٪ سنويا) . أما ماليزيا فقد حققت معدلا سنويا للنمو نسبته ٥ ,٧٪ خلال الفترة ١٩٧٥ـ ١٩٨٠ ، انخفض إلى معدل نمو سنوي نسبته ٦٪ خلال الفترة ١٩٨٠ ـ ١٩٩٠ ، ثم قفز مرة أخرى إلى معدل نمو سنوي نسبته ٩٪ تقريبا (٩ ,٨ ٪) خلال الفترة ١٩٩٠ـ١٩٩٥ ، وكان معدل النمو السنوي ٦ ,٨٪عام ١٩٩٦ . وتحقق النمط ذاته من النمو وإن كان بمعدلات مختلفة في كل من كوريا الجنوبية وإندونيسيا ، فخلال الفترة ١٩٦٥ ـ ١٩٦٥ بلغ معدل النمو السنوي في كوريا الجنوبية ٥ ,٩٪ ، انخفض إلى معدل سنوي نسبته ١ ,٧٪ خلال العقد التالي ١٩٧٥ ـ ١٩٨٥ ، ثم قفز إلى معدل نمو سنوي نسبته ٥ ,٩٪ خلال الفترة ١٩٨٥ ـ ١٩٩٠ ، وكان معدل النمو قد بلغ نسبة ٨ ,٧٪ خلال الفترة ١٩٩٠ ـ ١٩٩٥ ، ثم تراجع بشكل بسيط خلال عام ١٩٩٦ ـ وعام ١٩٩٧ . وبلغ معدل النمو السنوي في إندونيسيا ٨ ٪ و ٤ ,٧ ٪ في

الفترتين ١٩٧٠ ـ ١٩٧٥ ، و ١٩٧٥ـ ١٩٨٠ على التوالي ، ثم انخفض إلى معدل نمو سنوي نسبته ٦ , ٥٪ خلال العقد التالي ١٩٩٨ـ ١٩٩٠ ، ثم قفز إلى نسبة ١ , ٧٪ سنويا خلال الفترة ١٩٩٠ ـ ١٩٩٥ . وقفز معدل النمو السنوي إلى ٨٪ عام ١٩٩٦ ، وكانت الفلبين هي الدولة الوحيدة التي حققت معدلات نمو متواضعة خلال الفترة ١٩٨٥ـ ١٩٩٥ حيث بلغ معدل النمو السنوي ٥ , ٢٪ خلال هذا العقد في حين قفز معدل النمو السنوي إلى ٩ , ٥٪ عام ١٩٩٦ .

ولقد تحقق هذا النمو الاستثنائي مصحوبا بعجز متواضع في الموازنة العامة وبمعدلات تضخم مقبولة للغاية ، ففي تايلاند انخفض عجز الموازنة العامة (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) من متوسط نسبته ٤ , ٤٪ خلال الفترة ١٩٧٥ ـ ١٩٨٥ إلى أقل من ١٪ خلال الفترة ١٩٨٥ ـ ١٩٩٥ ثم تحول إلى فائض بلغت نسبته ٣ , ٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٩٠ـ ١٩٩٥ ، أما التضخم السنوي فقد انخفض من معدل سنوي نسبته ٥ , ٨٪ خلال الفترة ١٩٧٥ ـ ١٩٨٥ ، إلى معدل تضخم سنوي نسبته ٥ , ٤٪ خلال الفترة ١٩٨٥ ـ ١٩٩٥ ، كذلك الأمر بالنسبة لإندونيسيا حيث بلغ عجز الموازنة العامة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي نسبة ٥ , ١٪ خلال الفترة ١٩٨٠ ـ ١٩٨٥ ، ثم تحول إلى فائض نسبته ١٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٩٠ ـ ١٩٩٥ ، واتجه معدل التضخم السنوي نحو الانخفاض من حوالي ١١٪ خلال الفترة ١٩٨٠ ـ ١٩٨٥ إلى معدل سنوي نسبته ٨٪ خلال الفترة ١٩٩٠ ـ ١٩٩٥ ، ثم عاود الارتفاع ليصل إلى متوسط ١٠٪ خلال الفترة ١٩٩٠ـ ١٩٩٥.

أما بالنسبة لكوريا الجنوبية فلم يصل عجز الموازنة العامة إلى ٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي إلا خلال السنوات الخمس من ١٩٨٠ ـ ١٩٨٥ ، أما ما عدا ذلك خاصة خلال الفترة ١٩٨٥ ـ ١٩٩٥ فلم يتعدّ العجز ـ بل لم يصل إلى ـ ١ ٪ من الناتج المحلي الإجمالي، وانخفض معدل التضخم السنوي من متوسط نسبته ١١ ٪ خلال الفترة من ١٩٨٠ ـ ١٩٨٥ ، إلى متوسط سنوي نسبته ٦٪ خلال الفترة ١٩٨٥ـ ١٩٩٥ .

وسارت ماليزيا على ذات النمط تقريبا ، حيث انخفض متوسط عجز الموازنة (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) من ٣ , ١٣٪ خلال الفترة ١٩٨٠ـ ١٩٨٥ ، إلى ٣ , ٦٪ خلال الفترة ١٩٨٥ ـ ١٩٩٠ ، ثم إلى ما هو دون ١ ٪ (ـ ٤ , ٠٪) (خلال

الفترة التالية ١٩٩٠ـ ١٩٩٥ . وانخفض معدل التضخم السنوي من متوسط نسبته ٥٪ خلال الفترة ١٩٨٠ ـ ١٩٨٥ إلى ٦ , ١٪ خلال الفترة التالية ١٩٨٥ ـ ١٩٩٠ ثم عاود الارتفاع إلى معدل سنوي نسبته ٧ , ٣٪ خلال الفترة ١٩٩٠ـ ١٩٩٥.

وظل عجز الموازنة العامة منخفضا للغاية في الفلبين فلم يصل إلى ٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي في أي فترة من الفترات، وبلغ ١ , ١٪ خلال السنوات الخمس ١٩٩٠ـ ١٩٩٥ . ويعتبر معدل التضخم في الفلبين هو أعلى المعدلات في دول الأزمة حيث بلغ متوسطه السنوي نسبة ٥ , ١٠٪ خلال الفترة من ١٩٨٥ ـ ١٩٩٥ وانخفض إلى ٤ , ٨٪ و٥٪ عامي ١٩٩٦ و١٩٧٧ على التوالي .

وقد أمكن إنجاز هذه المعدلات المرتفعة من النمو عبر هذه الفترة الزمنية الطويلة نظرا لمعدلات الاستثمار المرتفعة التي أمكن تحقيقها ، حيث استطاعت هذه الاقتصاديات توجيه نسبة متزايدة من ناتجها القومي ومواردها المتاحة نحو بناء طاقات إنتاجية جديدة وتوسعة الطاقات الإنتاجية القائمة . فخلال الفترة ١٩٧٥ـ ١٩٩٠ بلغ متوسط نصيب الاستثمارات في الناتج المحلي الإجمالي في تايلاند نسبة ٥ , ٢٥٪ ، وهو معدل مرتفع بكل المقاييس ، ولابد وأن يكون قد تحقق على حساب الاستهلاك النهائي الخاص . ثم ارتفع هذا المعدل (نصيب الاستثمارات في الناتج المحلى) إلى ٤٠٪ خلال الفترة الثالثة ١٩٩٠ ـ ١٩٩٥ ثم قفز معدل الاستثمار إلى ما يفوق ٥٠٪ عام ١٩٩٦ حيث بلغ ٦ , ٥٤٪ .

وتخطى معدل الاستثمار في (نسبة الاستثمارات إلى الناتج المحلي الإجمالي) في إندونيسيا ٣٢ ٪ خلال الفترة ١٩٨٥ ـ ١٩٩٠ ، ثم ارتفع إلى نسبة ٣٤٪ خلال الفترة ١٩٩٠ـ ١٩٩٥ ، في حين بلغ ٩ , ٥٠٪ خلال عام ١٩٩٦ ، ثم قفز إلى ٢ , ٥٨٪ عام ١٩٩٧ وهو عام الأزمة . وخلال الفترة من ١٩٨٠ ـ ١٩٩٥ حققت كوريا الجنوبية استثمارات بلغت نسبتها في المتوسط ٣٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي، ثم ارتفع نصيب الاستثمارات إلى ٣٧٪ من الناتج المحلى الإجمالي خلال الفترة ١٩٩٠ـ ١٩٩٥ ثم تعدى مستوى نسبة ٥٠ ٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال العامين التاليين ١٩٩٦ ـ ١٩٩٧ .

وفي ماليزيا بلغ متوسط الاستثمار ٢٨ ٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٨٥ـ ١٩٩٧ ، في حين قفز إلى ٣٦٪ خلال الفترة الثانية وهي ١٩٩٠ـ ١٩٩٥ ، ثم

وصـل هذا المعدل إلى ٥٥,٤٪و ٥٧,٥٪خـلال عامي ١٩٩٦ و ١٩٩٧ على التوالي ، وهذه معدلات غير مسبوقة سـواء على المستوى الآني أم على المستوى التاريخي بين الدول النـامية . وعلى الـرغم من الانخفـاض النسبي لمعدل الاستثمار في الفلبين خـلال الفترة ١٩٨٥ـ ١٩٩٠ حيث بلغ ١٩٪ من الناتج المحلي الإجمالي ، فقد تصـاعد إلى متوسط نسبته ٢٢٪خلال الفترة الثـانية ١٩٩٠ ـ ١٩٩٥ ، وقفـز إلى ٤٠,١٪ و٤٤٪ خلال العامين التاليين عام ١٩٩٦ و ١٩٩٧ على التوالي . ومـا يجب التأكيد عليه هنـا هو أن هذه المعدلات السـابقة تمثل متوسطات لكل خمس سنوات ، لذلك إذا تتبعنـا سنة بعد أخرى خـلال العقد الأخير ١٩٨٥ـ١٩٩٥ . وخاصة خلال الخمس السنوات الأخيرة نجد أن معدل الاستثمار في ارتفاع مستمر[1] منذ عام ١٩٩٠ فصاعدا . وتعكس هذه المعدلات الاستثنـائية للاستثمار بنـاء الطاقات الإنتـاجية في هذه الـدول وزيادة نصيب الفـرد من رأس المال . وقـد أمكن تحقيق هـذه المعـدلات المرتفعـة من الاستثمار نتيجـة لمعدلات الادخـار المحلي المرتفعة المتـولدة في هـذه الدول والتي هي إحـدى سمات هذه الدول وتعكس اتجاهات وسلوك قواها البشريـة . ففي العام السابق على حدوث الأزمة ١٩٩٦ بلغ معـدلا الادخار (كنسبـة من النـاتج المحلي الإجمالي) ٣٣,١ ٪ في كوريا ، ٢٨٪ في إندونيسيـا، ٣٧,٨٪ في ماليـزيا ، و١٨,٨٪ في الفلبين، و ٣٢,٦ ٪ في تـايلانـد . أما الفجـوة بين معدل الادخـار والاستثمار فأمـر سوف نعـود إليه في حينـه بالتفصيل .

ولم يقتصر إنجـاز الدول الآسيـويـة التي انفجـرت فيهـا الأزمة الماليـة على المؤشرات الكلية الأساسية السـابقة ، ذلك أن هذه الدول وجهت ـ وبنجاح إلى حـد ما ـ جزءا مهما من مواردها نحو التنمية البشرية لرفع قدرات القوى العاملة بها ، ولا شك أن هذه الدول قد حققت تقدما ملموسا في مجال التنمية البشرية تؤكدها بعض مؤشرات التنمية البشرية المهمة[2] ، فتـوقع الحيـاة عند الـولادة ١٩٩٥ بلغ ٧١,٧ سنـة في كوريـا ، و٦٩,٥ سنة في تايـلاند ٧١,٤، في ماليـزيا، و ٦٤ سنـة في إندونيسيـا ، بينما بلغ ٦٧,٤ سنـة في الفلبين ، في حين يصـل المعـدل إلى ٧٦,٤ و ٧٨,٧ سنة في كل من الولايات المتحدة وفرنسا على التوالي بينما وصل إلى ٦٤,٨ سنة في مصر، ٦٥,٧ سنة في المغرب، ٦٢,٨ سنة في بـاكستان . أما معـرفة القـراءة والكتابة بين السكـان البالغين (ذكور) عام ١٩٩٦ فقد بلغت نسبته ٩٩,٣٪ في كوريا الجنوبيـة، ٩٦٪ في تايلاند ،

٨٩٪ في ماليزيا ، ٩٥٪ في الفلبيـن ، ٨٩,٦٪ في إندونيسيا ، وتصل إلى ٩٩٪ في كل من فرنسا والولايات المتحدة ، في حين تبلغ ٦٣,٦٪ في مصر ، ٥٦,٦٪ في المغرب ، ٥٠٪ في باكستان .

وبلغ معـدل وفيات الأطفـال لكل ١٠٠٠ من المواليد الأحيـاء عام ١٩٩٦ : ٦ في الألف في كوريا الجنوبية ، ٣١ في الألف في تايلاند، ١١ في الألف في ماليزيا ، ٣٢ في الألف في الفلبين، ٤٧ في الألف في إندونيسيا، بينما تصل إلى ٥٧ في الألف في مصر، و ٤٦ في الألف في مراكش، ٩٥ في الألف في باكستان . ويشير عـدد من الدراسات إلى انخفاض معـامل جيني (بالنسبـة لتوزيع الـدخل) في هذه الدول الآسيـوية مقـارنة ببعض الدول النـامية في أفريقيـا وأمريكا اللاتينيـة، وانخفاض هذا المعـامل أو اتجاهه نحو ما يقـرب من الصفر معناه اتجاه توزيع الـدخل نحو نمط أكثر عـدالة أو كفاءة في التوزيع ، والعكس إذا اتجه معامل جيني بعيدا عن الصفر ونحو الواحد الصحيح[٣] .

ويرى البعض أن معدلات النمو المرتفعة عبر فترة ممتـدة من الزمن قد تخلق حالة من الإفـراط في التفاؤل بأن الإيقـاع السريع للنمـو والتوسع الاقتصـادي سوف يستمـر في المستقبل دون توقف، وأن الطريق أمامه مفتـوح بلا قيود . ولا شك في أن من شأن هذه التوقعات المتفائلة أن تخلق حالة من الرواج في كل من الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري الخاص، كما تـؤدى إلى زيادة تـدفق رءوس الأمـوال نحو الـداخل ، بحيث يصبح من السهل توفير التمويل اللازم لهذه الزيادة في كل من الطلب الاستهلاكي والاستثماري . ويرى أصحـاب هذا الرأي أنه في مثل هـذه الظروف فإن أي صدمة خـارجية من شأنها إحداث تغيير مفـاجئ في التوقعات قـد يتولـد عنها تغير سريع ومفاجئ في اتجاه حـركة انسيـاب رءوس الأمـوال ممـا قد يفجـر أزمـة في سعـر الصرف[٤] . ونحن لنـا بعض التحفظات على هـذه النتائج ، فلا يصح النظـر إلى مثل هذه النتائج على إطـلاقها وأن دور النمو المرتفع في الأزمة لابـد وأن يأتي في سياق توليفة من العـوامل وردود الأفعال ، هـذا بجانب أن بحث مصـادر النمـو والعوامل المسئـولـة عنه في هـذه الاقتصـاديـات الآسيوية قد يكون مدخلا لدراسة تأثير النمو المرتفع في الأزمة .

(أ ـ ١) مصادر النمـــــو :

أثار موضوع مصادر النمو السريع والمتـواصل للدول الآسيوية خلافا كبيرا حتى قبل وقوع الأزمة وذلك في إطـار تقييم نموذج التنمية في هذه الدول وفى ظل إطـار الكتابات المبالغة في تحديد عوامل نمو هذه الاقتصـاديات . ولقد حاول البعـض دراسة المساهمة الرئيسية لكل من حجم عناصر الإنتاج المستخدمة سواء أكان رصيد رأس المال أم رصيد القوى البشريـة والعوامل الأخـرى كالتقـدم التكنولـوجي بما ينطوي عليـه من مهارات وقدرات ومعارف القـوى البشرية المستخدمة . ومن الأساليب التقليديـة المستخدمة أن يخصم من معدل النمو في نصيب العامل من النـاتج متوسط مرجح من نصيب العامل من تراكم رأس المال المادي والبشري ، بحيث يمثل البـاقي الزيـادة في الإنتاج (نصيب العامل من النـاتج) الراجعة إلى الإنتـاجية الكلية لعنـاصر الإنتاج(*) ، أي الزيـادة في الإنتاجية الراجعة إلى التقدم التكنولوجي والكفاءة التنظيمية والمعارف والخبرات(٥).

وتشير أغلب الـدراسـات إلى أن التراكم الـرأسمالي ، (نصيب الفـرد من رأس المال) لعب الدور الحاسم في تحديد معدل النمو في الدول الآسيوية . ولعل ذلك يؤكد ما سبق أن أشار إليه بعـض الاقتصاديين في تقييمهم لتجارب التنمية في الدول الآسيـوية ، من أن العوامل الكميـة (تراكم رأس المال وحجم العمالـة المستخدمـة) كانت هي المتغيرات الحاسمـة في تحديـد النمو في هـذه البلـدان ، في حين أن العـوامل النوعيـة أو الكيفيـة الخاصة بـالتقدم الفني ونوعيـة القوة العاملة (تعليمهـا وخبرتها ومعارفها المتراكمـة) قد لعبت دورا ضعيفا للغاية .

ويشير الجدول رقـم (٢) الملحق الإحصـائي إلى مصادر النمـو في الدول الآسيـوية وبعض الـدول الأخـرى خلال فترات مختلفـة تقع بين عـام ١٩٦٠ و ١٩٩٤ ، حيـث تنقسم العنـاصر المسئولة عـن النمو (مقاسـة بمعدل نمـو نصيب العامل من النـاتج) خلال هذه الفترة إلى نصيب العـامل من رأس المال (التراكم الرأسمالي) ونصيب العامل من التعليم ، والإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج . وتـؤكد الدراسات التي يعسكها هذا الجدول أن التراكم الرأسمالي كـان هو العامل الحاسم في تحديد معـدل النمو ، أي تلك المدخلات الكمية من عناصر الإنتـاج وهي العمل ورأس المال . وعلى الرغم من ارتفاع معدل نمـو الإنتاجية الكلية لعنـاصر الإنتاج فما زالت المدخلات الكمية خـاصة رأس

المال هي العـامل الحاسم في تحديـد النمـو ، وقـد ارتفعت الإنتاجيـة الكليـة لعنـاصر الإنتاج من معـدل سنوي نسبته٤ , ٠٪ خلال الفترة عـام ١٩٧٣ ـ ١٩٨٤ إلى ٤ , ١٪ خلال الفترة عام ١٩٨٤ـ ١٩٩٤ . وفى إندونيسيا ارتفع معدل النمو السنوي للإنتاجية الكلية لعناصر الإنتـاج من نسبة ٥ , ٠٪ خلال الفترة عام ١٩٧٣ـ ١٩٨٤ إلى ٩ , ٠٪ عام ١٩٨٤ـ ١٩٩٤ . وهي معدلات نمو لا بأس بها للإنتاجية، لكن تظل عوامل غير مؤثرة وغير حاسمـة في تحديد مجرى النمو. أما في كوريا الجنوبيـة فقد حققت الإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج تقدما ملموسا حيث زاد معدل نموها السنوي من ١ , ١٪ خلال الفترة ١٩٧٣ـ ١٩٨٤ إلى ١ , ٢٪ سنويا خلال الفترة ١٩٨٤ـ ٩٩٤ . وحققت تايلاند نموا ملحوظا في معدل نمو الإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج، حيث ارتفع معدل نموها السنوي من نسبة ١ , ١٪ خلال الفترة ١٩٧٣ـ ١٩٨٤ إلى ٣ , ٣٪ خلال الفترة ١٩٨٤- ١٩٩٤ .

وعلى الرغم من ذلك يظل التراكم الرأسمالي والمدخـلات الكمية الأخرى هي صاحبة النصيب الأكـبر أو المسئول الأساسي عن تحـديد معـدل النمو خـلال الفتـرة ١٩٧٣ ــ ١٩٩٤، ففـي كوريا الجنوبيـة خلال الفترة ١٩٧٣ ـ ١٩٨٤ كان التراكم الرأسمالي مسئولا عن ٦٤٪ من النمـو وانخفض هـذا النصيب إلى ٥٣٪ خـلال الفترة ١٩٨٤ ـ ١٩٩٤ ، أمـا في إنـدونيسيا فكـان التراكم الـرأسمالي مسئـولا عن ٧٧ ٪من النمـو ثم انخفض هـذا النصيب إلى ٢ , ٦٢ ٪ . وفى ماليـزيا كان التراكم الـرأسمالي مسئولا عن ٧٥٪من النمو خـلال الفترة ١٩٧٣ ـ ١٩٨٤، ثم انخفضت هـذه النسبة إلى ١ , ٤٧٪ فى الفترة التاليـة ١٩٨٤ ـ ١٩٩٤، في حين انخفض نصيب التراكم الـرأسمالي في تحديد النمو في تـايلاند من ٦ , ٥٥٪خلال الفترة ١٩٧٣ ـ ١٩٨٤ إلى ٣٨٪ فى الفترة التالية . أما مستوى تعليـم القوة العاملة فقد كـان مسئولا عن ١٥٪ من النمو في كـوريا خلال الفترة١٩٧٣ ـ ١٩٨٤ ثم انخفض هذا النصيب إلى ١٠٪ خلال الفترة التالية ١٩٨٤ـ ١٩٩٤ .كما انخفض نصيب مستـوى تعليم القوة العاملـة في ماليـزيا في تحديـد معدل النمو السنوي من ٣ , ١٥٪خلال ال١٩٧٣ ـ ١٩٨٤ إلى ٥ , ١٣٪ خلال المرحلة التالية ١٩٨٤ـ ١٩٩٤ . ولا يجب أن ننسى هنا أن تراجع تعليم القـوة العاملة قد قـابله زيادة في نصيب الإنتاجية الكلية كما يوضح الجدول رقم (٢) في الملحق الإحصائي .

وما نـريد التأكيد عليه هنـا أنه على الرغم من تراجع دور تـراكم رأس المال في تحديد معدل النمـو السنوي وزيادة نصيب العـوامل الأخرى خاصـة إنتاجية عنـاصر الإنتاج الكليـة فإن دور التراكم الـرأسمالي مـا زال في جميع دول الأزمـة حاسما في تحديـد معـدل النمو، بمعنى آخر كان تراكم المدخلات الكمية في العملية الإنتاجية وليس نوعيتها هو العامل الحاسم كما يـرى البعض ، وإن كنا نرى أن دور كل من التعليم والإنتاجيـة قد حقق تقدما ملموسا خلال الفترة محل الدراسة .

وحقيقة الأمر أن الخلاف حول العوامل المسئولـة عن نمو الإنتاج في الدول الآسيوية إنما هو خـلاف ينطوي على نتائج غـاية في الأهمية حتى في تفسير الأزمـة ، ذلك أنه إذا اعتبرنـا أن التراكم الـرأسمالي هـو العـامل الحاسـم في تحديـد النمـو مع ضعف دور الإنتاجية ، فـإن معنى هذا أنه إن آجلا أو عاجـلا ـ حسب ظـروف كل دولـة وطاقتها الاستيعابية ـ سـوف يبدأ تراخي معدل النمو في الظهور حينما يبـدأ تناقص العائد على رأس المال . ولعل ذلك هـو ما حـدا بالكثيرين إلى التأكيـد بأنه نتيجـة لارتفاع معـدل التراكم الـرأسمالي (نسبة الاستثمار إلى النـاتج القـومي) عبر فترة ممتدة من الـزمن دون أن يصاحـب ذلك تغير جـذري في الإنتاجية تراجعت كفاءة الاستثمار والعـائد عليه وذلك بمقـاييس كثيرة منهـا معـامل رأس المال للنـاتج الحدي(*) (ICOR) ومقلوبه وهي الإنتاجية الحدية لرأس المال فإذا ارتفع الأول انخفض الثـاني بالتبعية ، وسوف نعود لهذا الأمر تفصيلا في موضوع ميزان المدفوعات عند الكلام عن الإفراط في الاستثمار .

(ب) الاختلالات :

هل تـرجع الأزمة الآسيـوية إلى تراكـم الاختلالات في بعض المؤشرات الأسـاسية في الجانب الحقيقي من الاقتصـاد الـوطني بحيث كـان الانسحـاب المفـاجئ والقلق للمستثمـرين هـو المفجـر لـلأزمة أو هـو الإعـلان عن ضرورة قيـام الأسـواق بعمليـة تصحيحية ؟ أم هل تعـود الأزمة إلى عمل وأداء الأسواق الماليـة بحيث يمكن النظر إلى الأزمة بوصفها نتاجا طبيعيا للنشاط المعتاد للأسواق المالية المحلية والدولية التي تم فك

---

* In cremental Capital output ratio.

قيـودهـا وتحرير إجـراءاتها ، مع التأكيـد على أن الانسحـاب المفـاجئ والمذعـور للمستثمرين كان هو السبب الرئيس لها . الرأي السائد أو الغالب في الإجابة على هذين السؤالين هو أنها مزيج من الاثنين ، إذ هي نتـاج التفاعل المتبادل للأسباب والمتغيرات الحقيقية والماليـة ، وفي هذا الفصل فنحن نبحث الاختلالات في المؤشرات الأسـاسية ، خاصة تلك التي يتم التأكيد عليها باستمرار ، وهو ميزان العمليات الخارجية .

(ب ـ ١) اختلال توازن ميزان المدفوعات الجاري :

يشير الجدول رقم (١) من الملحق الإحصائي لهذا الفصل إلى تزايـد العجز في ميزان المدفوعات الجاري (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) لدول الأزمة .

ففي ماليـزيا تحول الوضع التوازني لميـزان المدفوعات الجارى من فـائض بلغ متوسط نسبته٥٦ , ١٪ من الناتج المحلي الإجمالي خـلال الفترة١٩٨٥ ـ ١٩٩٠ إلى عجز بلغت نسبته٩ , ٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة التالية وهى ١٩٩٠ ـ ١٩٩٥ . وقد طـرأ بعض التحسن على هـذه النسبـة حيث وصلت إلى ٦ , ٤٪ عـام ١٩٩٦ وبلغت ٧ , ٤٪عام ١٩٩٧ . أما تـايلانـد ـ وهى البلد الـذي تفجرت فيـه الأزمة ثم انتقلت عدواها بعد ذلك ـــ فقد تفاقم عجز ميزان مدفـوعاتها الجارى حيث ارتفع من متوسط نسبته ٣ , ٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال السنوات ١٩٨٥ـ ١٩٩٠ إلى عجز بلغت متوسط نسبته ٩ , ٦٪ من الناتج المحلي الإجمالي خـلال الفترة التالية ١٩٩٠ـ١٩٩٥. والـواقع أن العجز قد قفـز من نسبة ٥ , ٥٪عام ١٩٩٤ إلى نسبة ٨٪ عام ١٩٩٥ وإلى نسبة ٩٤ , ٧٪ عام١٩٩٦ وهى السنة السابقة على الأزمة .

وتشير البيانات المتاحة عن الفلبين إلى ارتفاع نسبة عجز ميزان المدفوعات الجارى إلى الناتج المحلي الإجمالي من متوسط نسبته ٦ , ٣٪ خلال الفترة من ١٩٨٥ ـ ١٩٩٠ ، إلى متوسط نسبته ٩ , ٤٪ خلال الفترة التـالية ١٩٩٠ - ١٩٩٥ ، في حين وصلت نسبـة العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى ١١ , ٣٪ عام ١٩٩٦ ، وتشير بعض التقديرات إلى أن هذه النسبـة بلغت ٨ , ٤٪ عام ١٩٩٦(٦). أما الميـزان التجاري للفلبين فقـد وصل حجم العجز فيه عام ١٩٩٦ إلى نسبة ٤ , ٩٪ من الناتج المحلي الإجمالي مقـارنة بعجز نسبته ٨ , ٨٪عام ١٩٩٥ ، في حين قفز العجز التجـاري إلى نسبة ٣ , ١٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي عام١٩٩٧ .

أمـا في كـوريا الجنـوبيـة فقد حقق ميـزان المدفوعـات الجارى فـائضا خـلال الفترة ١٩٨٥ ـ ١٩٩٠ بلغ متـوسط نسبته إلى النـاتج المحلي الإجمالي ٢٩ , ٣٪، في حين حقق خـلال الفترة التاليـة ١٩٩٠ ـ ١٩٩٥ عجزا بلغت نسبتـه ٢٦ , ١٪ من النـاتج المحلي الإجمالي . وتشير البيـانـات إلى أن عجز ميـزان المدفـوعـات الجارى قد قفـز من نسبـة ٨٦ , ١٪ إلى النـاتج المحلي الإجمالي عـام ١٩٩٥ إلى نسبة ٧٥ , ٤٪ من الناتج المحلي الإجمالي عام ١٩٩٦ .

وكان مستوى العجـز في إندونيسيا أقل كثيرا من باقي دول المجمـوعة ، حيث وصل متـوسط نسبة العجـز في ميـزان المدفوعـات الجارى خلال الفترة ١٩٨٥ ـ ١٩٩٠ إلى ٥٨ , ٢٪، ثم وصل متوسط نسبـة العجز إلى ٤٧ , ٢٪ من النـاتج المحلي الإجمالي خلال الفترة التاليـة ١٩٩٠ ـ ١٩٩٥ وقفز هـذا العجز إلى نسبـة ٤ , ٣٪ من النـاتج المحلي الإجمالي عام ١٩٩٦ ، والواقع أن نسبـة العجز بدأت في التزايـد منذ عام ١٩٩٥ حيث بلغت ١٨ , ٣٪م قارنة بنسبة ٥٨ , ١٪ عام ١٩٩٤ .

ويـرى الكثيرون أن استمرار العجـز منـذ بـداية التسعينيـات وتصـاعـده منذ عـام ١٩٩٥ ، ووصوله إلى ذروته عام ١٩٩٦ هو أحد أهم الأسباب الأسـاسية الكامنة وراء تزايـد حدة التوقعـات باحتمالات تخفيض سعـر صرف العملة المحلية وهـو ما أدى إلى تصاعد الضغـوط على العملة . ما الأسباب التي دعت إلى تفـاقم هذا العجز ؟ يمكن في هذا الصدد الإشارة إلي عدد من الأسباب نذكر منها :

١ ـ تـراجع واضح في معدل نمـو الصادرات لدول جنـوب شرق آسيا (دول الآسين) خلال عام ١٩٩٦ حيث زادت الصادرات بنسبة ٨ , ٥٪ لدول الآسين الأربعة (ماليزيا ، تـايـلانـد ، الفلبين ، إنـدونيسيـا) مقـارنـة بمعـدل زيـادة نسبتـه ٢٣ ٪ فى العـام السابق ١٩٩٥ ، ففي إنـدونيسيـا كان المتـوقع زيـادة الصـادرات بنسبة ٣ , ١٤ ٪ عـام ١٩٩٦ ، في حين أن الزيـادة التي تحققت عام ١٩٩٦ بلغت ٩ , ٤٪ ، وكانت الزيادة المتوقعة للصادارت في ماليزيا عام ١٩٩٦ حوالي ١٨٪ ، في حين أن الزيادة التي تحققت بلغت ٣ , ٧ ٪ ، وفى تـايلانـد كانت نسبـة الزيادة المتـوقعة للصـادارت هي ٢٢ ٪ عام ١٩٩٦ في حين أن حجم الصادرات قـد انخفض فعلا بنسبة ٧ , ١٪ أي أن الصادرات حققت نموا سالبا نسبته ٧ , ١٪ ، وفي الفلبين كانت نسبة الزيادة المتوقعة في الصادرات

عام ١٩٩٦ هي ٢٥٪ في حين أن نسبة الزيـادة المتحققة هي ١٧,٧٪ (٧)، أما كوريا الجنوبية فقد تراجع وبشكل واضح معـدل زيادة صادراتها السنوي من نسبة ٣١٪ عام ١٩٩٥، إلى زيادة نسبتها ٤٪عام ١٩٩٦ (٨).

هذا التراجع الـواضح في معدل زيـادة الصادرات حينـا وانكماش حجم الصادرات حينا آخر إنما يعود إلى العوامل الآتية :

أولا : الركود الذي أصاب السوق العالمي لصناعـة الإلكترونيات (خاصة صناعة أشباه الموصـلات) ، حيث أصـاب هـذا السـوق حـالـة من التشبع . ويـرجع ذلك إلى الإفراط في الاستثمار في هذا القطـاع وهو ما نتج عنه ظاهرة فـائض العرض في هذه الصناعة وانهيـار الأسعار التي تشير العديد من المصـادر إلى أن انخفاض الأسعار فيها بلغ في المتـوسط حوالي ٤٥ ٪ عـام ١٩٩٥ . (صادرات أشبـاه الموصلات تمثل ١٤ ٪ من صادرات كوريا و١٧ ٪ من صادرات تايلاند)(٩) .

ثانيا: تراجع المقدرة التنافسية لـدول جنوب شرق آسيا بشكل واضح بعد النصف الثاني من عام ١٩٩٥ خاصة فيما يتعلق بالسلع الصناعية كثيفة العمـل ، ويرجع ذلك إلى العوامل التالية :

١ ـ اتباع تلك المجمـوعـة من الدول نظـام سعـر الصرف الثـابت المرتبط بالـدولار الأمريكي Fixed Peg، حيث يرتبط سعر صرف عملتها بسعر صرف الدولار صعودا وهبوطا . وقد انطوت تلك السياسة لأسعار الصرف على آثار إيجابية فيما يتعلـق بالقدرة التنـافسية خـلال الفترة من ١٩٨٥ ـ ١٩٩٥ . ذلك إنه منـذ اجتماع البلازا في ٢٢ سبتمبر عام ١٩٨٥ للدول السبع الكبار يمكن القول أنه بـدأت رحلة العـودة لسعر صرف الـدولار، حيث بدأ سعـر صرفه يميل نحـو الهبوط في مواجهة عملات الـدول الرئيسية وذلك بعد أن وصل إلى ذروته حيث تخطى سعر صرف الدولار ٣ ماركات ألمانية وما يزيد على ٢٦٥ ينا يابانيا ، وقد تدعم هذا الاتجاه بعد اجتماع الخمسة الكبار في ٦ مايو عام ١٩٨٦ فى طوكيو، ثم في ٢١ فبراير في اللوفر (باريس) . وقد استمرت رحلة العودة حتى منتصف عام ١٩٩٥ حيث وصل سعر صرف الـدولار الأمريكي إلى ٧٨ ينا يابانيا . إلا أنه في عام ١٩٩٦ ونتيجة لتحسن حركة المؤشرات الاقتصـادية الأمريكية ، بدأ

سعر صرف الدولار يستعيد عـافيته وبدأت حركته الصعوديـة مرة أخرى ليصل إلى ١٢٠ ينا يابانيا عام ١٩٩٦ . وقد أدى ذلك إلى ارتفاع سعر صرف عملات دول جنوب شرق آسيا (المرتبطة بالـدولار) تجاه العملات الأخرى وخاصة الين الياباني ، وقد وصل الأمـر إلى أنه في منتصف عام ١٩٩٧ تخطى سعر الصرف الفعلي لعملات تـايلاند وإنـدونيسيا وماليـزيا المستوى الـذي كان من الممكن الوصول إليه لو تـم إسقاط الاتجاه الصعودي الذي استمر خلال الفترة ١٩٨٦ـ ١٩٩٥ ، وقد أدى ذلك إلى تـراجع المقدرة التنافسية لصـادرات هذه الدول ، وفي المقابل زيادة المقـدرة التنافسية اليابانيـة . واليابان هي أكبر شريك تجارى لهذه المجموعة من الدول ، كما تتنافس معها في الأسواق العالمية .

٢ـ دخول الصين على نطاق واسع مجال التصدير بالنسبة للسلع الصناعية التقليدية وكثيفـة العمل التي تنتجهـا دول جنـوب شرق آسيـا ، حيث استطـاعت أن تنافس منتجـات الدول الآسيويـة الأخرى وتستحوذ على جـزء كبير من أسواق صادراتها خاصة الصادرات الصناعيـة التقليدية لهذه الدول ، ويرجع ذلك إلى الانخفاض النسبي في تكلفة العمل (الأجور) مقـارنة بتكلفة العمل في كل من تايلاند وماليزيـا . أضف إلى ذلك ـ وهو العامل الأهم ـ قيام الصين بتخفيض عملتهـا تجاه الدولار في ينـاير عـام ١٩٩٤ بنسبة ٤٠٪ [١٠] الذي يعـزو إليه الكثيرون النجاح الذي حققته الصين في مجال التصـدير في السنوات الأخيرة ، كما يشير إليه البعض بأنه أحد الأسباب المهمة المسئولة عن دفع حركة الأزمة في جنوب شرق آسيا[١١] ، وإن كنا نختلف مع هـذا الرأي إذ ينطوي على تبسيط شديد لأسباب الأزمة .

٣ـ أحـد أهم أسبـاب اتسـاع العجـز في ميزان المدفـوعات لـدول هذه المجمـوعة الآسيويـة يتمثل في زيادة معـدل نمو الـواردات الذي تخطى كثيرا معـدل نمو الصادرات في السنـوات الأخيرة ، فكل من كوريا الجنـوبية وتايـلاند والفلبين تزايد فيها حجم العجـز في الميزان التجاري في السنوات الأخيرة عام (١٩٩٠ ـ ١٩٩٥) (جدول رقم (١) الملحق الإحصائي) مقارنة بالسنوات السابقة . كما أن الـدول التي اتسمت بوجـود فـائض في ميزانها التجـاري قـد تضاءل لـديها

حجم هذا الفائض في السنوات الخمس الأخيرة مثل ماليزيا وإندونيسيا، بل بدأت ماليزيا عام ١٩٩٥ فى تحقيق توازن في ميزانها التجاري، ولا شك في أن من أحد العوامل المهمة التي أدت إلى تصاعد الضغوط على الرينجنت الماليزى ودفعت إلى تخفيضه تحقق عجز الميزان التجاري الماليزي لأول مرة منذ ١٧ عاما خلال الربع الأول من عام ١٩٩٧ . ولا خلاف أن مستوى الطلب المحلي ومعدلات نموه أحد أهم الأسباب الرئيسية المسئولة عن زيادة الواردات. ولا شك أن من أهم مكونات الطلب المحلي حجم الاستثمار المحلي، إذ حققت هذه الدول معدلات للاستثمار غير مسبوقة في تاريخها ولا مثيل لها في الدول النامية الأخرى، بل في العديد من الدول المتقدمة، فقد تخطى متوسط معدل الاستثمار (نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي نسبة ٣٥٪)، واتجه أغلب هذه الاستثمارات إلى قطاعات منتجة لخدمات لا تجد طريقها إلى التجارة الدولية ولا تساهم في حصيلة الصادرات (Non-Tradeables).

٤ ـ العوامل المسئولة عن اتساع حجم الفجوة في ميزان المدفوعات الجارى في بعض هذه الدول تتمثل في عجز كل من حساب الخدمات وحساب الاستثمار في موازين مدفوعاتها، فقد وصل مجموع العجز في هذه البنود لكل من إندونيسيا وتايلاند وماليزيا إلى ٢٦,٨ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ (في حين تتمتع الفلبين بفائض قدره ٩٥ بليون دولار نتيجة لتحويلات العمالة الفلبينية في الخارج) . ويرجع اتساع الفجوة في حساب الخدمات لميزان المدفوعات إلى ثلاثة عوامل يتمثل أولها في أن حساب الشحن كان دائما سالبا بالنسبة لهذه الدول نتيجة لغياب أسطول تجاري لها (فبالنسبة لتايلاند على سبيل المثال تبلغ مدفوعات الشحن ٧,١ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٥ فى حين تبلغ الإيرادات ٥٨٠ مليون دولار أمريكي فقط) . أما العامل الثاني فهو ارتفاع محتوى الواردات من الخدمات بالنسبة للأنشطة الاقتصادية المحلية، وهو ما يعكس اعتماد النشاط الصناعي المحلي على العالم الخارجي (مثل الخدمات الصناعية البترولية في إندونيسيا) ومدفوعات تايلاند إلى الخدمات التي تقدمها الشركات الأجنبية التي زادت حوالي عشرة أضعاف خلال الفترة ١٩٩٠ ـ ١٩٩٦، أما العامل الثالث فيعود إلى أن الانسياب الضخم للاستثمارات

الأجنبية لهذه الدول في السنوات السابقة قد بدأ في دفع العائد (العائد على الاستثمار) إلى العالم الخارجي وهي ظاهرة مشتركة لكل بلدان المنطقة (باستثناء الفلبين) ، وهي كذلك ظاهرة لابد وأن نتعايش معها في الحاضر والمستقبل ، وهو ما يؤكد أن تمويل العجز في ميزان المدفوعات بواسطة التدفقات الأجنبية لا يصح النظر إليه باعتباره «وجبة مجانية» ، بل من المتوقع أن يتزايد حجم الأموال المتجه نحو الخارج نتيجة لزيادة مدفوعات الفوائد على القروض الأجنبية وتحويل الأرباح في الآونة الأخيرة .

(جـ) الوجه الآخر لاختلال ميزان المدفوعات :

يمكن النظر إلى عجز ميزان المدفوعات الجاري من وجهة نظر أخرى ذلك أنه من وجهة نظر حسابات الدخل القومي يعتبر ميزان المدفوعات الجاري (بصورة أدق الفرق بين الواردات والصادرات من السلع والخدمات) مساويا للفرق بين الادخار المحلي والاستثمار المحلي(*) . وقد بلغت معدلات الادخار المحلي (نسبة الادخار إلى الناتج المحلي الإجمالي) معدلات مرتفعة للغاية مقارنة بالدول النامية و ببعض الدول المتقدمة ، ففي كوريا بلغ متوسط معدل الادخار ٣٥,٢٪ خلال الفترة ١٩٩٠ ــ ١٩٩٥ وبلغ ٣٣,٦٪ عام ١٩٩٦ ، أما في إندونيسيا فقد بلغ متوسط معدل الادخار السنوي ٣٠,٣٪ خلال الفترة ١٩٩٠ ـ ١٩٩٥ في حين وصل إلى ٢٧,٦٪ عام ١٩٩٦ ووصل متوسط معدل الادخار في ماليزيا إلى ٢٩,٨٪ خلال الفترة ١٩٩٠ ـ ١٩٩٥ ، بينما قفز إلى ٣٧,٨٪ عام ١٩٩٦ ، أما في تايلاند فقد وصل متوسط معدل الادخار (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) إلى ٣٣,٦٪ ، ووصلت نسبته ٣٣,٢٪ عام

(*) لنؤكد ذلك نشير إلى متطابقة الناتج المحلي الإجمالي وهي : س = أ+ج +ك + ص ـ و
حيث أ = الاستهلاك النهائي الخاص، ص = الاستهلاك النهائي الحكومي ، ك = الاستثمار الإجمالي (حكومي + خاص) ص = الصادرات ، و= الواردات .
يترتب على ذلك أن ي – (أ + ج) = ك + ص – و، وبما أن أ+ ج هو مجموع الاستهلاك النهائي خاص وعام فإن ى – (أ+ج) = الادخار ونرمز له بالرمز د – إذًا د = الادخار.
∴ د = ك + ص – و وينتج عن ذلك أن د ـ ك = ص – و ، أى أن الادخار – الاستثمار = الصادرات – الواردات .

١٩٩٦ . وكانت الفلبين هي الاستثناء الوحيد من القاعدة حيث بلغ متوسط معدل الادخار بها ١٨٪ خلال الفترة ١٩٩٠ـ ١٩٩٥ (١٢).

وعلى الرغم من معدلات الادخار المرتفعة ـ بكل المقاييس ـ السالفة الذكر فقد تخطتها معدلات الاستثمار المحلي الإجمالي (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) وهو ما ترجم نفسه في شكل عجز في ميزان المدفوعات الجاري . ويشير الجدول رقم (١) بالملحق الإحصائي إلى أن متوسط معدل الاستثمار خلال الفترة ١٩٩٠ ـ ١٩٩٥ قد وصل إلى ٤٠٪ في تايلاند ، في حين قفز إلى ٥٤٪ عام ١٩٩٦ . أما معدل الاستثمار في الفلبين فقد بلغ نسبة ٢٢٪ خلال الفترة ١٩٩٠ ـ ١٩٩٥ وقفز إلى ٤٠٪ عام ١٩٩٦ ، ووصل متوسط معدل الاستثمار الإجمالي إلى نسبة ٣٦٪ خلال الفترة ١٩٩٠ ـ ١٩٩٥ في ماليزيا ، في حين قفز هذا المعدل إلى ٥٥,٤٪ عام ١٩٩٦ ، وفي إندونيسيا بلغ متوسط معدل الاستثمار (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) نسبة ٣٤٪ خلال السنوات ١٩٩٠ـ ١٩٩٥ ، بينما قفز هذا المعدل إلى نسبة ٥٠,٩٪ عام ١٩٩٦ ، وسارت كوريا الجنوبية على ذات المنوال حيث حققت معدلا للاستثمار بلغ متوسط نسبته ٣٧٪ خلال السنوات ١٩٩٠ ـ ١٩٩٥، في حين ارتفع هذا المعدل إلى ٥٢,١٪ خلال عام ١٩٩٦ .

لو كانت معدلات الاستثمار التي تحققت قد تساوت بالفعل مع معدلات الادخار (العالية) لاستطاعت هذه المجموعة من الدول تحقيق معدلات مرتفعة من النمو (في ظل معاملات رأس المال السائدة) كفيلة بتحقيق تنمية دائمة دون أن يكون هذا النمو مصحوبا بتصاعد الضغوط التي من شأنها رفع درجة حرارة الاقتصاد الوطني .

ولكن كما شاهدنا تخطت معدلات الاستثمار معدلات الادخار المرتفعة مما ترتب عليه ظهور طاقات زائدة في العديد من القطاعات . وليس غريبا إذن أن توصف هذه الاقتصاديات بظاهرة الإفراط في الاستثمار (*) باعتبارها إحدى السمات المهمة والمميزة لدول الأزمة . وقد ساعد على حدوث هذه الظاهرة عدد كبير من العوامل لعل أهمها التدفقات الضخمة من رءوس الأموال الأجنبية إلى دول الأزمة و بصورة خاصة خلال سنوات التسعينيات ، وقد تم هذا الانسياب نتيجة لعوامل جاذبة (pull factors) من

---

* Over- Investment.

ناحية وعوامل دافعة أو طاردة (Push factors) من ناحية أخرى . وقد ساعد انسياب هذه الأموال على تغطية الفجوة في ميزان المدفوعات الجاري وتراكم احتياطات النقد الأجنبي . وسوف نتناول هذا الانسياب وطبيعته وأنماطه وآجاله وعوامله فيما بعد في هذا الفصل وفي الفصل القادم أيضا عند الحديث عن النظام المالي والمصرفي في هذه الدول .

وقد تحقق هذا الإفراط في الاستثمار وما استتبعه من خلق طاقة فائضة في العديد من الأنشطة والقطاعات الخدمية المحلية التي لا تدخل منتجاتها في مجال التجارة الدولية ولا تساهم بالتالي في حصيلة النقد الأجنبي "Non-Tradeables" ، مما كان له آثار وخيمة على اقتصاديات هذه الدول . وتشير بعض الدراسات عن تايلاند ـ على سبيل المثال ـ إلى وجود أربع محطات خدمة لكل كيلو متر في طريق يبلغ طوله ٢٠ كيلو متر مثلا . وكذلك الأمر بالنسبة لخدمات التوزيع حيث شهدت بانكوك وما حولها نموا هائلا في بناء محلات البيع ، ومجمعاتها منذ عام ١٩٩٠ مما أدى إلى وجود طاقة كبيرة غير مستخدمة في هذا النشاط . ويدخل ضمن هذه الأنشطة أيضا قطاع العقار ، وتشير بعض البيانات إلى أنه في منتصف عام ١٩٩٧ بلغت نسبة المسطحات الخالية في المباني الإدارية في حي الأعمال في وسط المدينة (CBD) حوالي ١٠٪ في جاكرتا ومن المقدر لها أن تصل إلى ٢٠٪ في ١٩٩٨/١٩٩٩ ، أما في كوالا لامبور فتصل نسبة المسطحات الخالية إلى ٣ ٪ عام ١٩٩٧ ، وتشير التقديرات إلى وصولها إلى ٢٠ ٪ عام ١٩٩٨/١٩٩٩ ، وتصل هذه النسبة إلى ١٥٪ عام ١٩٩٧ فى بانكوك ومتوقع لها أن تصل إلى ٢٠٪ في ١٩٩٩[١٣].

ولم يقتصر الإفراط في الاستثمار على قطاعات الخدمات المحلية ، ولكنه امتد إلى النشاط الصناعي أيضا فتشير بعض الدراسات إلى وجود طاقة فائضة في صناعة الحديد والصلب ، وصناعات مواد البناء ، والصناعات البتروكيماوية في تايلاند ، وتعتبر كوريا مثالا حيا على الإفراط في الاستثمار في القطاع الصناعي ، ولعل صناعة السيارات الكورية خير مثل لذلك ، إذ لا يوجد مبرر لقيام خمس صناعات وطنية هي (هوينداي ـ دايو ـ ك . أي . إى ـ سيانج يونج ـ والقادم الجديد وهي صناعة سامسونج) ، كما لا يوجد مبرر لقيام صناعة سيارات وطنية في كل بلد من بلاد دول الآسين على حدة ، ولا شك في أن صناعة السيارات في كل من إندونيسيا وماليزيا تؤكد هذه الحقيقة . ذلك أن

صناعة السيارات في الدول المتقدمة تواجه العديد من المشكلات ويسودها موجات الدمج والاستملاك مثل شركة ديملربنز (مرسيدس) وشركة كرايزلر ، فلولكس فاجن ورولزرويس ولمبورجين، جنرال موتورز وايسوزو. كذلك زادت حجم الاستثمارات في قطاع البتروكيماويات في دول آسيا ـ محل الدراسة ـ مما أدى إلى فائض في بعض منتجات هذه الصناعة (خاصة الإثيلين والبوليبروبالين). ولا شك في أن استمرار معدلات النمو المرتفعة (٧٪ ـ ٩٪) للناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول عبر فترة ممتدة من الزمن قد ساعد على تولد الاقتناع باستمرار هذه المعدلات في المستقبل ، وبالتالي استمرار انتعاش الطلب المحلي والأسواق المحلية . وقد يكون هذا العامل هو أحد المتغيراتالمهمة التي ساعدت على بناء طاقات إنتاجية دون دراسة حقيقية لجدواها بمعنى أنها حالة قد تنشأ عن شيوع حمى النجاح والانتعاش .

د ـ تمويل عجز ميزان المدفوعات والمديونية الخارجية :

يرتب نمط تمويل عجز ميزان المدفوعات ومن ثم هيكل المديونية الناشئ عن هذا التمويل أثارا بعيدة المدى لابد من التوقف عندها بالبحث والدراسة . فإذا كانت النسبة الكبرى من تمويل عجز ميزان المدفوعات تأخذ شكل الاستثمارات الأجنبية المباشرة، فإن ذلك لا يثير مشكلة على الإطلاق ، ذلك أن هذه الاستثمارات بطبيعتها ترتب مديونية طويلة المدى ، كما أنه يترتب عليها بناء طاقات إنتاجية جديدة أو توسعة لطاقات إنتاجية قائمة من شأنها زيادة القدرة على السداد من ناحية والوصول بالميزان الجاري إلى حالة التوازن في المستقبل من ناحية أخرى ، خاصة إذا كانت المشروعات التي تدفقت إليها هذه الاستثمارات تتوجه نحو تصدير منتجاتها . وتلعب آجال استحقاق المديونية الخارجية دورا مهما أيضا ؛ فإذا كان تمويل العجز يتم عن طريق التدفقات قصيرة المدى كالقروض المصرفية وتسهيلات الموردين أو رءوس الأموال الساخنة الباحثة عن فرص توظيف قصيرة المدى ، فإن ذلك يشكل تهديدا خطيرا بإمكانية حدوث أزمة سيولة حادة (نظرا لارتفاع نسبة القروض قصيرة المدى في جملة المديونية الخارجية) مما قد يعمق من أزمة كل من ميزان المدفوعات وسعر الصرف ويسرع من عملية الانهيار، وذلك في حالة رفض الدائنين مد آجال الديون قصيرة المدى .

أما عن تدفقات رءوس الأموال ونمط وهيكل هذا التـدفق ، فقد استندنا في بياناتها إلى مصـدرين أساسيين ، هما بيـانات صنـدوق النقد الـدولي (IMF) وبيانات معهد التمويل الدولي[١٤] (IIF) . أما مصـادر صندوق النقـد الدولي فتتمثل في مصـدرين اثنين ، الأول هو كتـاب الإحصاءات الماليـة الدوليـة (IFS) وقد استنـدنا إليـه في بناء الجدول رقم(١) بالملحق الإحصـائي ، أما المصدر الثـاني فيتمثل في تقريـر الصندوق «رؤية اقتصاديـة للعالم»[١٥] عـدد مايـو ١٩٩٩ . أما مصـدر معهـد التمويل الـدولي فيعالج تـدفقات رءوس الأموال للـدول الناشئة في إطار تحليل حـركة ميزان المدفـوعات لهذه الدول وذلك من خلال تقاريره الدوريـة عن مخاطر الإقراض للدول النامية أو دول الأسواق النـاشئة . أما مصادر رصيـد الديون الـدولية وهيكل هذه المديونيـة فيتمثل هو الآخـر في مصدرين أسـاسيين الأول منهما هـو جـداول المديونيـة[١٦]التي يصـدرهـا البنـك الدولي (WB)، أما المصدر الثاني فهو النشرات الدورية لبنك التسويات الدولي (BIS) [١٧].وسوف نعالج طبيعة بيانات هذين المصدرين في حينه .

ويشير الجدول رقم (١) بالملحق الإحصـائي إلى المصدر الأول من مصـادر صندوق النقد الدولي منذ عام ١٩٦٥ وبيانات تدفقات الاستثمار المباشر، وبالتالي نسبة تدفقات إجمالي الاستثمار المباشر إلى العجـز في ميزان المدفوعـات الجاري . ويشير الجدول إلى أنه باستثناء ماليزيا فقد تراجعت نسبة تدفقات الاستثمار المباشر إلى عجز ميزان المدفوعات الجاري خاصـة خلال سنـوات التسعينيات ، ففي تـايلانـد بلغت متوسط التـدفقات السنوية لـلاستثمار المباشر ٤٥٪ من عجـز الحساب الجاري لميـزان المدفوعـات خلال الفترة ١٩٨٥ـ ١٩٩٠ ، في حين انخفضت هـذه النسبة إلى ٢٤٪ خلال الفترة التالية ١٩٩٠ـ ١٩٩٥، وبلغت هذه النسبة ١١٪ خلال عام ١٩٩٦ وهو العام السابق على الأزمة ، أما بالنسبة للفلبين فقـد بلغت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ٦١٪ خلال الفترة ١٩٨٥ ــ١٩٩٠ من عجـز الحسـاب الجـاري لميـزان المدفـوعـات ، في حين انخفضت هـذه النسبـة إلى ٤٤٪ خـلال الفترة التاليـة ١٩٩٠ ــ ١٩٩٥ . أمـا بالنسبـة لإندونيسيـا فقد بلغـت تدفقات الاستثمار الأجنبـي المباشر٦ , ٢٤٪من عجـز الحساب الجاري لميزان المدفوعـات خلال الفترة١٩٨٥ ـ ١٩٩٠ ، في حين قفزت هـذه النسبة إلى ٥٨٪ خلال الفترة التالية١٩٩٠ ـ ١٩٩٥ ، وقد انخفضـت هذه النسبة انخفاضا حادا خلال عام ١٩٩٦ حيث بلغت ٣٣٪، وفي كوريا الجنوبية بلغت هذه النسبة (تدفقات

الاستثمار المباشر إلى عجز الحساب الجاري) ٢٣٪ .ويرد عدد من التحفظات على هذه البيانات، فنسبة الاستثمار الأجنبي المباشر إلى عجز ميزان المدفوعات الجاري لا يعكس بالضرورة نسبة تدفق الاستثمار المباشر إلى جملة تدفقات رءوس الأموال، ذلك أنه خلال النصف الأول من التسعينيات تخطى انسياب رءوس الأموال حجم العجز في ميزان المدفوعات الجاري، من ناحية أخرى فإن أرقام تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر هي أرقام إجمالية ولا تعكس صافي الاستثمار المباشر. وحتى لو صدقت هذه النسب فلا يمكن القول إن الجزء المتبقي من تدفقات رءوس الأموال بعد استبعاد الاستثمار المباشر هي تدفقات قصيرة المدى .

ويشير الجدول رقم (٣) بالملحق الإحصائي إلى صافي تدفقات رءوس الأموال إلى اقتصاديات الأسواق الناشئة من دول الأزمة الآسيوية وهي كوريا ، والفلبين ، وتايلاند، وماليزيا ، وإندونيسيا ، وذلك استنادا إلى تقرير صندوق النقد الدولي «رؤية اقتصادية للعالم» (مايو ١٩٩٩). ويشير التقرير بوضوح لا يقبل الشك إلى تراجع صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر من صافي تدفقات رءوس الأموال إلى دول الأزمة الآسيوية الخمس . فقد تراجع نصيب الاستثمار المباشر من ٢١٪ من صافي تدفقات رءوس الأموال الخاصة إلى دول الأزمة عام ١٩٩٣ إلى ١٤٪ عام ١٩٩٥ و١٥٪ عام ١٩٩٦ . على العكس من ذلك تزايد نصيب تدفقات صافي الاستثمار في المحافظ المالية وكذلك صافي الاستثمارات الأخرى. أما صافي الاستثمار في المحافظ المالية أو ما يمكن أن يطلق عليه بالاستثمارات المالية أو رأس المال المالي ـ فيشمل الاستثمار في الأسهم بقصد تداولها والمتاجرة بها ، وأدوات الدين كالسندات ، وأدوات السوق النقدية والودائع والمشتقات المالية الأخرى ـ فقد زاد نصيبها من نسبة ٢٠٪عام ١٩٩٤ إلى ٢٥٪ عام ١٩٩٥ ثم إلى ٣٢٪ عام ١٩٩٦ . أما صافي الاستثمارات الأخرى ـ وتشمل القروض بكافة أنواعها سواء كانت قروضا طويلة أو قصيرة الأجل وأشكال الاستثمارات المالية الأخرى التي لم تدرج في بند الاستثمار المباشر أو الاستثمار المالي ـ فقد احتلت النصيب النسبي الأكبر من صافي تدفقات رءوس الأموال الخاصة إلى دول الأزمة منذ بداية التسعينيات حيث بلغ نصيبها النسبي ٢٧٪عام ١٩٩٣، وارتفع إلى٥٥ ٪عام ١٩٩٤، ثم إلى ٥٩٪عام ١٩٩٥ و٥٣٪ عام ١٩٩٦ . ويبدو أن هذه التدفقات في أغلبها تدفقات قصيرة المدى، والدليل على ذلك هو سلوك هذه التدفقات عام الأزمة

١٩٩٧ ، حيث تحول صافي تدفقات الاستثمارات الأخرى من (٩ , ٣٢) بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ نحو الداخل إلى صافي (ـ٥ , ٤٤) بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ نحو الخارج ، بمعني أن إجمالي الأموال التي تغير اتجاهها من التدفق نحو الداخل إلى التسرب نحو الخارج فيما بين عامي ١٩٩٦ و١٩٩٧ بلغ ٤ , ٧٧ بليون دولار أمريكي ، وهو ما يعنى أن هذا البند (صافي الاستثمارات الأخرى) كان في أغلبه قروضا مصرفية قصيرة الأجل وأموالا ساخنة وإلا لما أمكن تحويل اتجاهها بهذه السرعة ، وقد انعكس ذلك على صافي تدفقات رءوس الاموال الخاصة فيما بين عامي ١٩٩٦ و١٩٩٧ (كما يشير إلى ذلك الجدول رقم ٣ بالملحق الإحصائي) ، حيث تحول اتجاه صافي تدفق رءوس الأموال الخاصة من تدفق موجب نحو الداخل عام ١٩٩٦ بلغ (٤ , ٦٢) بليون دولار أمريكي إلى تدفق سالب نحو الخارج بلغ (ـ٧ , ١٩) بليون دولار أمريكي بمعنى أن حجم رءوس الأموال الخاصة التي تغير اتجاهها نحو الخارج أي انعكس اتجاه تدفقها من الحركة نحو الداخل إلى الحركة نحو الخارج فيما بين عامي ١٩٩٦ و ١٩٩٧ هي ١ , ٨٢ بليون دولار أمريكي .

المصدر الثاني لتدفقات رءوس الأموال لاقتصاديات دول الأسواق الناشئة هي تقارير مخاطر الأقطار الدورية التي يعدها معهد التمويل الدولي (IIF) .ويشير الجدول رقم (٤) بالملحق الإحصائي إلى هذه البيانات عن دول الأزمة مجتمعة خلال الفترة من ١٩٩٥ إلى ١٩٩٧ كبيانات فعلية مع بيانات تقديرية لعام ١٩٩٨ ، وهذه البيانات لا تشير إلى آجال استحقاق هذه التدفقات أو القروض حتى يمكن التعرف على القروض والتدفقات قصيرة الأجل ، وعلى الرغم من هذا النقص فإنه يمكن اختيار مؤشرات قريبة يمكن أن تدلي بصورة غير مباشرة عن هذه التدفقات قصيرة الأجل . وقد قمنا بجمع التدفقات الرأسمالية من أجل الاستثمار في محافظ الأسهم بجانب تدفقات القروض الخاصة بالبنوك التجارية . باعتبار أن هذين التدفقين يعكسان التدفقات قصيرة المدى ، وذلك استنادا إلى أن هذه التدفقات هي التي عكست أو غيرت من اتجاه انسيابها بشكل واضح ـ من الحركة نحو الداخل إلى الحركة نحو الخارج ـ عام ١٩٩٧. فإذا صدق هذا المؤشر فإن ذلك يعني أن نصيب تدفقات رءوس الأموال قصيرة المدى من جملة التدفقات قد بلغ حوالي ٧٧٪ في كل من عام ١٩٩٥ و ١٩٩٦ . وقد تحول صافي تدفق القروض الخاصة (البنوك التجارية) من تدفق موجب نحو الداخل بلغ

٦٢,٧ بليون دولار أمـريكي عام ١٩٩٦ الى صافي تـدفق نحو الخارج بلغ رقما قيـاسيا قدره (ـ٢٠,٢١) بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ ، وهو ما يعني أن حجم التدفقات التي عكست اتجاهها نحو الخارج بدلا مـن الاتجاه نحو الداخل عام ١٩٩٧ قد بلغت ٨٣,٩ بليون دولار أمريكي ، وهي مبالغ ضخمة جـدا لا تتحملها موازين مدفوعات هـذه الـدول ومن شأن تغير اتجاهها حـدوث اختـلالات عنيفـة لا تتحملهـا مـوازين مدفوعات هذه البلدان . وما يعيب الجدولين السابقين (٣ و٤ من الملحق الإحصائي) هو ضم دول الأزمة جميعا في بوتقة واحدة وبـالتالي صعوبة التعرف على مدى الاختلاف والتبـاين فيما بينهما ، فقـد لعبت رءوس الأمـوال قصيرة المدى دورا مهما في تـدفقـات الأموال في كل من تايلاند وكوريا والفلبين ، وبدرجة أقل في إندونيسيا وماليزيا .

ماذا عن هيكل المديونية الخارجية ؟ نواجه عند دراسة المديونية الخارجية لهذه الدول ثـلاثـة مصـادر أسـاسيـة ، هي البنـك الـدولي ، ومعهـد التمـويل الـدولي ، وبنك التسويات الدولية . أما عن المصدر الأول فيتسم بـالدقة في قياس المديونية طويلة المدى في حين يتسم بضعفه الشديد وعدم دقته في قياس المديونية قصيرة المدى خاصة مطالب البنوك العالمية على المؤسسات المحلية سواء أكـانت بنوكا أم مؤسسات غير مصرفية ، بل تتخطى مطالب البنوك (في منطقـة بنك التسويات الدوليـة) على المؤسسات المحلية في دول الأزمة الخمس حجم المديـونية الدولية كما تقـررها جداول الدين التي يقـوم بنشرها البنك الدولي . ويبين الجدول رقـم (٥) المديونية الخارجيـة طبقا للمصدر الثاني (معهد التمويل الدولي) ، وكما يبدو من الجدول لا تشكل المديونية الخارجية في هذه الدول عبئا كبيرا إذا قورنت بـالناتج المحلي الإجمالي . إذ إن نسبـة المديونيـة إلى الناتج المحلي الإجمالي وإن كانت في تـزايد مستمر بـالنسبة لكل دول الأزمة الخمس إلا أنها مـازالت منخفضة نسبيا بـالمقارنـة بالعديـد من الدول الناميـة . ففي كوريـا الجنوبية وتـايلانـد وهما أكثر البلدان اعتمادا على القروض الخارجية بلغت المديونية الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي ٣٥,٥٪ و٥٢,٣٪ على التوالي في عـام ١٩٩٧ ، وقـد زادت هـذه النسبـة في كل من الفلبين وإندونيسيـا حيث بلغت ٦٢,٩٪ و ٦٧,١٪على التوالي عـام ١٩٩٧ ، بينما وصلت في ذات العام في ماليـزيا إلى ٤٣,٦٪ ، والـواقع أن متوسط هذه النسبـة خلال الفترة ١٩٩٢ ـ ١٩٩٧ يقل كثيرا عن مستواهـا عام ١٩٩٧ الذي سبقت الإشـارة إليه بالنسبة لجميع دول الأزمة الخمس .

ويبدو من الجدول رقم (٥) ارتفاع نسبة المديونية قصيرة المدى إلى جملة المديونية في كل من كوريا الجنوبية وتايلاند بشكل ملحوظ . فبالنسبة لكوريا الجنوبية تراوحت هذه النسبة بين ٥,٥٤٪ عام ١٩٩٣ و ١,٦٤٪ عام ١٩٩٦ ، في حين تراوحت هذه النسبة بين ٤٠٪ و ٤٨٪ في تايلاند خلال الفترة من ١٩٩٢ إلى ١٩٩٦ . ويبدو أيضا من الجدول رقم (٥) انخفاض نسبة المديونية قصيرة المدى نسبيا في كل من ماليزيا والفلبين مقارنة بالدول الأخرى ، ولا نعرف على وجه الدقة أسس وتعاريف ومعايير تصنيف المديونية الخارجية إلى مديونية قصيرة المدى وأخرى متوسطة وطويلة المدى ، ولكن يبدو أن هذه المديوينة هي في أغلبها قروض قصيرة المدى من البنوك التجارية .

ويشير الجدول رقم (٦) إلى المديونية الخارجية لدول الأزمة تجاه البنوك الدولية في منطقة بنك التسويات الدولية ، أي تلك البنوك التي تقدم بياناتها إلى بنك التسويات الدولية ، وتمثل بالتالي قروضا وتسهيلات مقدمة من هذه البنوك إلى وحدات اقتصادية في دول الأزمة الآسيوية سواء أكانت هذه الوحدات بنوكا أم غير بنوك ، وسواء كانت هذه الوحدات خاصة أم عامة . وتستند هذه البيانات إلى ثلاث نشرات لبنك التسويات الدولية . النشرة الأولى هي «تطور الأعمال المصرفية الدولية والأسواق المالية»[١٨] وهي نشرة توضح مراكز البنوك في منطقة بنك التسويات الدولية تجاه دول العالم بما فيها دول الأزمة الآسيوية ، حيث توضح قروضها إلى هذه الدول أي إلى الوحدات العاملة في اقتصاديات الدول سواء كانت بنوكا أو مؤسسات مالية غير مصرفية أو وحدات إنتاجية في قطاعات أخرى وسواء أكانت تعمل في القطاع الخاص أم العام (الحكومة) ، كما توضح هذه النشرة أيضا ودائع هذه الوحدات لدى هذه البنوك الدولية . فهي تشير إلى أصول هذه البنوك لدى هذه الدول كما تشير أيضا إلى خصوم (التزامات) هذه البنوك تجاه هذه الدول . أما النشرة الثانية فهي «توزيع القروض المصرفية الدولية حسب آجال الاستحقاق ، والجنسية ، والقطاع»[١٩] وهي تقوم بتقسيم إجمالي مطالب البنوك على هذه الدول (قروض البنوك لهذه الدول) حسب القطاع (بنوك أم غير بنوك) (خاص أم عام) وحسب آجال الاستحقاق (سنة فأقل ، وسنتان ، وأكثر من سنتين) ثم التقسيم حسب جنسية المقرض والمقترض ، وهي نشرة نصف شهرية . أما النشرة الثالثة فعنوانها : « إحصاءات عن المديونية الدولية : مطالب البنوك ومطالب غير البنوك فيما يتعلق بالتجارة بالنسبة للدول المقترضة»[٢٠]. ويشير الجدول

رقم ٦ إلى مديونية دول الأزمـة للبنوك الدولية التابعة لبنك التسويـات الدولية ، ويبدو من الجدول ضخامـة هذه القروض وتزايـدها المستمر خلال سنـوات التسعينيات ، كما يوضح نسبة القروض قصيرة الأجل (سنة فأقل) إلى إجمالي القروض (الأصول) ، فلا يقل متوسطها عن ٥٠٪ في كل من الفلبين وماليزيا فحين تصل هذه النسبة إلى ٧٠٪ ، في كل من كوريـا الجنوبية وتايـلاند . ولا شك في أن إضافـة القروض التي لم يكن من الممكن تصنيفها حسب آجـال الاستحقاق (غير المصنفة) إلى القروض قصيرة الأجل تـرفع هذه النسبـة بشكل ملحوظ . وتثير مقارنة جدول (٥) و (٦) بعـض القضايا المهمة خاصة في السنوات السابقة مباشرة لانفجار الأزمة ، ففي حـالة كوريا الجنوبية يصل إجمالي رصيد مـديونيـاتها الخارجية إلى ١٥٩,٨ بليون دولار أمـريكي عـام ١٩٩٦ (جدول ٥) ، وبلغ رصيد القروض المصرفية خلال ذات العام ١٠٩,١ بليون دولار أمريكي (جدول ٦) .

(هـــ) عبء المديونية (الملاءة والسيولة) :

يثير موضـوع ميزان المدفـوعات الجاري ومـا يرتبط بـه من تراكم مستمـر للمديـونية الخارجية موضوع عبء هذا العجز وتلك المديـونية ، كما يثير أيضا قضية مدى إمكانية استمرار هذا العجز[٢١] ، أي قدرة الاقتصاد على تحمل استمرار هـذا العجز ، كذلك يثير عجز ميزان المدفوعات قضية الملاءة[٢٢]، أي قدرة الدولة على مـواجهة التزاماتها . هل هناك معيار فني يمكن الاستناد إليه للقول بأن ميزان المدفوعات وما يترتب عليه من مديونية خارجية قد وصلا إلى أبعاد لا يمكن قبولها ، بمعنى أن الاستمرار في هذا العجز قـد يولـد الانفجـار بتـوقع تخفيض العملة ، والخروج غير المنتظم لـلأمـوال ، ومن ثم حدوث الأزمـة الماليـة ، إذ يـرى البعض أن الدولـة التي يتراكم لديها الـدين الخارجي بمعدل يفوق تكلفة الاقتراض ، لن تستطيع الاستمرار طويلا في هذا المضمار .

وكما أشرنا سـابقا فإن عبء خدمـة الدين لـدى دول الأزمة الآسيويـة الخمس يبدو طبيعيا في المستوى المقبول ، بل ينخفض عن مستوى هـذا المعامل في العديد من الدول النامية سواء في أمريكا اللاتينية أو غيرهـا ، و ذلك باستثناء إندونيسيا حيث يرتفع فيها هذا المعـامل نسبيا (انظر الجدول رقم ٥) . ومقياس معامل خدمة الـدين هنا هي نسبة أعباء خدمة الدين إلى حصيلـة الصادرات من السلع والخدمات ، كما أن عبء خدمة

الدين يشمل مدفوعات الفوائد مضافا إليها أقساط أصل الديون طويلة الأجل ، وبالتالي لا يشمل الديون قصيرة الأجل . أما عبء الديون مقاسا بنسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي وإن كان يبدو منخفضا في دول الأزمة الآسيوية فإنه يأخذ مسارا متزايدا وهو ما يثير القلق لدى البعض الذي أشار في هذا الصدد إلى موضوع مدى إمكانية استمرار هذا العبء .

وفيما يتعلق بالحساب الجاري لميزان المدفوعات فيجري العرف على محاولة الربط بين هذا العجز وإمكانية استمراره ـ أي مدى تحمله ـ ومفهوم الملاءة . فأي مسار يتخذه العجز في الحساب الجاري يعتبر مقبولا ومتلائما مع مفهوم الملاءة طالما أن القيمة الحالية لفائض الميزان التجاري الحالي والمستقبلي تساوى حجم المديونية الحالية . ومن هنا فإن الدولة تستطيع أن تحقق عجزا كبيرا ومستمرا في ميزان مدفوعاتها الجاري ومع ذلك تظل في حالة ملاءة طالما أنها تصبح قادرة (أو لديها قدرة) على تحقيق فائض في ميزانها التجاري وبحجم معقول في المستقبل . فإذا نظرنا إلى الميزان التجاري باعتباره ذلك الجزء من صافي الإنتاج المحلي الذي يجري تحويله إلى العالم الخارجي ، أو أنه صافي الموارد المحلية التي يجرى تحويلها للعالم الخارجي ، «فإن شرط الملاءة والقدرة على الاستمرار يتطلبان أن تصبح القيمة الحالية لهذه الموارد التي يجرى تحويلها للعالم الخارجي مساوية لحجم الدين الحالي لهذا العالم الخارجي»(٢٣).

ولقد لجأ البعض إلى مفهوم ومقياس عملي للملاءة يتمثل في ثبات نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي ، أو عدم زيادة هذه النسبة(٢٤) . وفي هذا الصدد يمكن القول إنه إذا كان سعر الفائدة الحقيقي يفوق معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي فإن ثبات نسبة المديونية الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي تعتبر شرطا كافيا للملاءة وللقدرة على استمرار وتحمل العجز في ميزان المدفوعات . واستنادا إلى هذا المعيار للملاءة يمكن حساب ما يجرى العرف على تسميته «فجوة ميزان الموارد» (٢٥) وهو حجم التصحيح المطلوب تحقيقه في الميزان التجاري مقارنة بالموقف الحالي لهذا الميزان حتى يمكن أن تستقر نسبة المديونية الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي . فإذا كنا بصدد اقتصاد ما تتزايد فيه نسبة المديونية الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي ، فإن فجوة الموارد تمثل ذلك الفرق بين العجز الحالي في الميزان التجاري وحجم الفائض المطلوب تحقيقه في

الميزان التجاري والـلازم للحفاظ على استقرار نسبة المديونيـة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي . وسوف يتـزايد حجم هذه الفجوة في الـدول التي تعاني من ارتفاع نسبـة عجز ميزانها التجاري إلى الناتج المحلي (الإجمالي) أو ارتفاع نسبة مديونياتها الخارجية إلى الناتج المحلي (الإجمالي) ، أو تلك التي يتزايد فيها الفرق بين سعر الفائدة الحقيقي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي . ومن هنا «فإن أي اقتصاد يتسم بالـزيادة المستمرة في معدل نمو إنتاجه يستطيع أن يحقق عجزا في ميزان مـدفوعاته الجاري ومع ذلك يحافظ على استقرار نسبة المديونية الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي»[٢٦].

وقد قامت بعض المحاولات لقياس حجم فجوة الموارد بالمفهوم السابق في دول الأزمة الخمس في عام ١٩٩٦ وذلك تحت افتراض أن الفرق بين سعر الفائدة الحقيقي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول هو ١ ٪ ، وهكذا بلغ حجم التصحيح المطلوب في الميزان التجاري للـوصول إلى استقرار نسبة المديونيـة إلى الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول ٤,٤ في كوريـا ، ٩,٦٪ في تايـلاند ، و٣,٣٪ في إندونيسيـا ، و٥,٦٪ في الفلبين، و٣,٢٪ في ماليزيا[٢٧] ، وهذه النسب هي نسبة من الناتج المحلي الإجمالي ، بمعنى أن حجم التصحيح في موقف الميـزان التجاري (فجوة الموارد) تقـاس كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. وسوف ترتفع هذه النسب إذا زاد الفرق بين سعر الفائدة الحقيقي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي عن ١ ٪ . ويبدو بما لا يدع مجالا للشك ارتفـاع هذه النسب وبالتـالي كبر حجم فجوة الموارد ، أو حجم التصحيح المطلوب تحقيقـه في هذه الـدول ليتحقق الاستقـرار . ولا شك في أن هذه النسـب وبالتـالي حجم فجـوة الموارد كـانت ستكون أعلى بكثير لـو تم الحسـاب استنادا إلى بيـانات عـام ١٩٩٧ وهي سنة الأزمة .

ويمكن أن تعاني الـدولة المليئة مـن مشكلة سيولـة حادة في المدى القصير ، وذلك حينما يعجز رصيـدها المتـاح من العملات الأجنبيـة عن مـواجهة أعباء خـدمة الـدين الخارجي (مـدفوعـات الفوائد بجـانب القروض التي حلت آجـال استحقاقهـا) . إذا ظهرت مشكلة السيولة سيطر القلق والتوتـر على سلوك الدائنين ـ نتيجة لتخفيض سعر صرف العملة الـوطنية بشكل مفـاجئ ـ ممـا قد يـؤدي بهم إلى رفض تجديد أو مـد أجل الديون (Roll-over) قصيرة المدى التي استحقت . ويترتب على ذلك أنـه إذا كـانت

الديون قصيرة الأمـد تحتل النصيب الأكبر من الالتزامات الخارجية فإن الأزمـة قد تأخذ شكل ندرة في السيـولة ، أي عـدم قدرة الـدولة على مـد آجال أو تجديـد ديونها قصيرة المدى .

ولقـد حاولنـا في الجدول رقم (٧) بالملحق الإحصـائي قياس مـدى ضغط أو إلحاح مشكلة السيـولة ، فقمنـا بقياس خدمـة الدين ـ بمفــهومها التقليدي وكما تستخـدمه المؤسسات الـدولية ـ وهو مـدفوعات الفـوائد بجانب أقساط القروض طـويلة الأجل ـ كنسبة من رصيد الاحتياطي الرسمي من العمـلات الأجنبية ، وهو ما يشير إليه الجدول رقم (٧) تحت بنـد المفهوم الأول لـلأعباء . ويبدو مـن الجدول أنه بـاستثناء إنـدونيسيا حيث تصل النسبة إلى أبعاد غير مقبولة والفلبين حيـث ترتفع هذه النسبة إلى حد كبير، فإن هذا المعـامل يبدو منخفضا في أغلب دول الأزمـة وهي كوريا وتـايلاند وماليـزيا ، حيث تبدو قيمة هذا المعامل غير مثيرة للقلق .

أما المحـاولة الثانيـة فقد حاولنا بجـانب المفهوم التقليدي لـلأعباء السنويـة لخدمة الدين (مدفـوعات الفوائد + أقساط القروض طـويلة الأجل) أن نضيف الأعباء قصيرة المدى أي الالتزامات قصيرة المدى التي استحقت خلال العـام . أما الالتزامات قصيرة المدى فقد حـددناها بالقـروض والالتزامات التي تصل آجالها إلى سنـة فأقل ، وفي هذا الصدد اعتمدنا على بيانات بنك التسويات الدولية (BIS) في نشرته نصف السنوية عن توزيع القروض الـدولية لبنوك منطقة بنك التسويات الدوليـة حسب آجال الاستحقاق والقطاع وجنسية المــقرض والمقترض[٢٨] . وقد استندنا إلى بيانات رصيد هذه القروض (قـروض سنـة فأقل) في نهاية ديسمبر من كـل عام على أنها تمثل القـروض التي سـوف تستحق في العـام الثاني ، بمعنى أن رصيـد هذه القـروض في ٣١ ديسمبر عام ١٩٩٤ سـوف يستحق خلال عـام ١٩٩٥ وبالتـالي قمنا بإضـافته إلى الالتـزامات التقليـدية الخـاصة بأعباء خـدمة الديـون الخـارجية وهي مدفـوعات الفـوائد مضـافا إليهـا أقساط الـديون طـويلة الأجل . وقد قمنـا بمقـارنة هـذا المفهوم الجديـد للالتـزامات برصيـد الاحتياطي من العمـلات الأجنبية في دول الأزمـة الخمس خلال الفترة ١٩٩٤ـ ١٩٩٧ . الجزء الثاني من الجدول رقم (٧) يوضح ذلك ، ويبـدو من بيانات الجدول أن الصورة قاتمة غاية في القتـامة ، ذلك أنه باستثناء ماليزيا ــ التي تخطت فيها الالتزامات

بالمفهوم السابق رصيد الاحتياطي أي زادت النسبة عن ١٠٠٪ ـ بلغت هذه الالتزامات ما يـزيد على ضعف وثـلاثة أضعاف رصيـد احتياطي العمـلات الأجنبية لـدول الأزمة الآسيويـة الأخرى خـلال عامي ١٩٩٦ و١٩٩٧ ، كما تخطت ضعف رصيـد هـذا الاحتياطي في الأعـوام السابقة . وسـوف نتناول مفهوم السيـولة ومؤشراتـه بالتفصيل في الفصل القادم (الفصل الخامس) عند الحديث عن النظام المالي المحلي في دول الأزمة .

هوامش الفصل الرابع

١- S. Radelet & J. Sachs " The Onset of the East Financial Crisis" NBER Working paper No. 6680, August 1998, Statistical appendix . See also G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini, " What caused the Asian Financial Crisis . "Part I " Macroeconomic overview." NBER, working paper No. 6834, Dec. 1998, -Statical appendix,

٢ ـ مؤشرات التنمية البشرية الواردة في هذا الفصل مأخوذة من
ersity Press-elopment Report 1998. New York, Oxford Uni-UNDP: " Human De , 1998.

٣ ـ "G. Ranis & S. Mahmoud : "The Political Economy of Declopment policy Change" Oxford Balckwell 1992, p.2.

٤ ـ G. Corsetti (1998) op cit p. 12

٥ ـ IMF: World Economic Outlook , October 1998, p. 83.

٦ ـ تبدو بعض بياناتنا الخاصة بنسبة العجز في ميزان المدفوعات منخفضة هـامشيا مقارنة ببعض النسب الواردة في بعض المراجع الأخرى ، وقد يرجع ذلك إلى أننا نظرا لنشر بيانات الناتج المحلي الإجمالي في نشرة IFS لصندوق النقد الدولي بالعملة المحلية قمنا بتحويل الناتج المحلي الإجمالي إلى الدولار باستخدام متوسط سعر الصرف السائد خلال العام كما هو وارد في ذات النشرة ، وقد يكون ذلك هو السبب . انظر حجم الاختلاف بالرجوع إلى :
G. Corsetti , P. Pesenti, N. Roubini " What caused The Asian Currency and Financial Crisis " NBER , Warking paper No. 6833, (1998) Part I. P.39.

٧ ـ انظر
S. Radlet & J. Sachs. " The Onset of the East Asian Financial Crisis" Opcit Table 7.a.

٨ـ st quarter 1999, 1" ING Barings, " Global Economics p. 123. See Also IFS April 1999.

٩ ـ تبلغ صادرات ماليزيا من المنتجات الإلكترونية ٥٣٪ من إجمالي صادراتها ولم نتمكن من فصل الصادرات الإلكترونية بمفردها في حدود البيانات المتاحة .

١٠ـ تشير بعض المراجع إلى أن تخفيض العملة الصينية في يناير عام ١٩٩٤ قد بلغ ٥٠٪ .
5G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini, opcit Part I , P.5

١١ـ Financial Times , Editorial , Septemper 17, 1997

١٢ـ هذه النسب مأخوذة من IMF. " IFS" April 1999, October 1994,

١٣ـ J.P. Morgan "Asian Financial Markets" . January 1998.

وتشير هذه النشرة إلى أن العائد من الإيجار يمثل ٢, ٧٪في جاكرتا ، و ٨, ٥٪في كوالا لمبور، ٨, ٦٪في بانكوك .

١٤ـ Institute of International Finance (IIF)

وهو مركز للدراسات والبحوث يختص بدراسة مخاطر الإقراض للدول النامية وقد تم إنشاؤه في أعقاب أزمة المديونية العالمية عام ١٩٨٢ بواسطة البنوك التجارية العالمية .

١٥ـ World Economic Outl00k

وهو تقرير نصف سنوي يصدر مرتين: الأولى في مايو والثانية في أكتوبر من كل عام (صندوق النقد الدولي) .

١٦ـ World Bank " World Debt Tables" Washington, 1998

١٧ـ Bank of International Settlements.

١٨ـ BIS, " International Banking & Financial Market Devlopments"

١٩ـ BIS, " The Maturity, Sectoral, and Nationality Distribution of International Bank Lending."

٢٠ـ BIS, " Statistics on External Indebtedness: Bank and Trade Related Non-Bank -Claims on Individual Borrowing Countries."

٢١ـ Sustainability

٢٢ـ Solvency

٢٣ـ M. Obstfled SK. Rogoff, " Foundations of international Macroeconomics , (1996), p.66.

٢٤ـ G. Corsetti , P.Pesenti, N. Roubini, opcit ,. PartI. p.9

٢٥ـ I bid , p.9

٢٦ـ M. Obstfled & K . Rogoff, " Foundations of International Macroeconomics." 1996, p.67.

٢٧ـ هذه النسب مأخوذة من: G. Corsetti , P. Pesenti, N, Roubini, opcit, p.9:

٢٨ـ BIS, " The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending ," Basle, Switzerland.

الملحق الإحصائي

الفصل الرابع

جدول رقم (1)

المؤشرات الإجمالية لدول جنوب شرق آسيا

1997 – 1965

متوسط معدل النمو السنوي (بالمليون دولار)

الدولة والمؤشر	1970-65	1975-70	1980-75	1985-80	1990-85	1995-90	1996	1997	1998	1999
ماليزيا										
متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي	-	%7.5	%7.3	%5.9	%5.9	%8.9	%8.6	%7.7		
الميزان التجاري	265	305.8	1732.5	1423	4185	1763	3.826	3.876		
ميزان المدفوعات الجاري	54.3	213.7 -	1212	2025.5 -	500.7	3682.2 -	4596 -	4.792 -		
الاستثمار الأجنبي المباشر	58.7	233.5	524	1058	1054	4165	2754			
نسبة الاستثمارات إلى الناتج المحلي	%15	%22	%25	%34	%28	%36	%55.37	%57.46		
الاحتياطيات الدولية عدا الذهب	501.8	1092.7	3031.5	4112	7073	19052	27009	20.788		
الدين الخارجي	-	-	6611	6611	19128.8	23512	41967			
نسبة عجز الموازنة العامة للناتج المحلي	4.725 -	6.8 -	8.83 -	13.3 -	6.3 -	0.4 -	0.73 -	2.41 -		
معدل التضخم السنوي	%1.32	%6.8	%4.71	%5.0	%1.6	%3.7	%3.5	%2.7		
ميزان المدفوعات / الناتج المحلي الإجمالي	%1.51	%2.7 -	%1.19	%3.85	%1.56	%5.9 -	%4.6 -	%4.9 -		

الدولة والمؤشر	1970-65	1975-70	1980-75	1985-80	1990-85	1995-90	1996	1997	1998	1999
تايلاند										
متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي	%9.1	%6.4	%7.4	%5.5	%9.1	%8.9	%5.5	%0.4		
الميزان التجاري	281 -	411 -	993 -	1792 -	2184 -	5482 -	9.488 -	1.551		
ميزان المدفوعات الجاري	104.8 -	205.6 -	1245 -	2027 -	2181 -	8193 -	14.691 -	3.024 -		
الاستثمار الأجنبي المباشر	44.3	73	82.5	262	976	1968	1595			
نسبة الاستثمارات إلى الناتج المحلي	%22	%23	%25	%24	%28	%40	%54.59	%49.67		
الاحتياطيات الدولية عدا الذهب	839.6	1203.2	1783.6	1758	6319.7	23257.2	37731	26.179		
الدين الخارجي	-	-	8297	8297	22440	42127.8	98556			
نسبة عجز الموازنة العامة للناتج المحلي	%2.3 -	%3.01 -	%4.00 -	%4.765 -	%0.415 -	%3.27	%0.92	%0.31 -		
معدل التضخم السنوي	%2	%8	%9	%8	%4	%5	%5.9	%5.6		
ميزان المدفوعات / الناتج المحلي الإجمالي	1.675 -	1.965 -	5.2 -	5.52 -	3.3 -	6.86 -	7.94 -	1.96 -		
الفلبين										
متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي	%5.1	%5.8	%6.3	%0.18 -	%2.7	%2.4	%5.9	%5.0		
الميزان التجاري	149.5 -	261.8 -	1310 -	1742 -	1567 -	5824 -	11.342 -	11.127 -		
ميزان المدفوعات الجاري	56.6 -	117 -	1214 -	1887 -	677.7 -	2115.5 -	3.953 -	4.351 -		
الاستثمار الأجنبي المباشر	10 -	16.5	72.7	34.6	412.5	934.8				
نسبة الاستثمارات إلى الناتج المحلي	%17	%18	%25	%26	%19	%22	%40.08	%44.44		
الاحتياطيات الدولية عدا الذهب	132.3	791.7	2041.5	1460.7	1109.2	4273	10030	7266		
الدين الخارجي	-	-	17417	17417	29266	32609	57			
نسبة عجز الموازنة العامة للناتج المحلي	%1.03 -	%0.68 -	%1.25 -	%2.69 -	%2.98 -	%1.1 -	%0.299 -	%0.06 -		
معدل التضخم السنوي	%5	%17	%11	%21	%10	%11	%8.4	%5.1		
ميزان المدفوعات / الناتج المحلي الإجمالي	-	-	-	-	%3.6 -	%4.9 -	%3.11 -	%3.25 -		

الدولة والمؤشر	1970-65	1975-70	1980-75	1985-80	1990-85	1995-90	1996	1997	1998	1999
أندونيسيا										
متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي	%4.9	%8	%7.4	%5.6	%5.6	%7.1	%8.0	%4.6		
الميزان التجاري	34.3	847	4038	5060.2	5108	6502.8	5948	10.074		
ميزان المدفوعات الجاري	242.5 -	333 -	85.2 -	2166 -	2237.5 -	3658.2 -	7.663 -	4.890 -		
الاستثمار الأجنبي المباشر	12.8	145	290	227	550.6	2135.5	2556			
نسبة الاستثمارات إلى الناتج المحلي	%9	%17	%21	%27	%32	%34	%50.87	%58.16		
الاحتياطيات الدولية عدا الذهب	65.8	632	2778.3	4502.5	5429.7	10712	18.251	16.587		
الدين الخارجي	-	-	20944	20944	54508	82548	129.033			
نسبة عجز الموازنة العامة للناتج المحلي	-	%2.88 -	%3.19 -	%1.5 -	%1.66 -	%0.82	%1.49	*%1.05 -		
معدل التضخم السنوي	%313	%19	%15	%11	%8	%10	%8.0	%7.5		
ميزان المدفوعات / الناتج المحلي الإجمالي	%3.59 -	%2.44 -	%0.48 -	%2.31 -	%2.58 -	%2.47 -	%3.38 -	%2.27 -		
كوريا الجنوبية										
متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي	%9.6	%9	%7.5	%6.7	%9.5	%7.8	%7.3	%5.5		
الميزان التجاري	665.8 -	1119 -	2216 -	2237 -	4314	2860 -	14.965	3.179		
ميزان المدفوعات الجاري	316.8 -	10101 -	2124 -	2747 -	5176	4177.5 -	23.006 -	8.167 -		
الاستثمار الأجنبي المباشر	17.6	69.8	45.2	32.2	383	978				
نسبة الاستثمارات إلى الناتج المحلي	%22	%23	%29	%29	%31	%37	%52.11	%50.65		
الاحتياطيات الدولية عدا الذهب	380.2	584.4	2394.4	2730.6	8687.6	20693.3	34037	20367		
الدين الخارجي	-	-	29480	29480	38007	44124.6	146198			
نسبة عجز الموازنة العامة للناتج المحلي	%0.63 -	%1.6 -	%1.72 -	%2 -	%0.04	%0.26 -	%0.11	%1.37 -		
معدل التضخم السنوي	%13	%16	%19	%11	%5	%6.6	%4.9	%4.5		
ميزان المدفوعات / الناتج المحلي الإجمالي	%4.77 -	%6.88 -	%4.51 -	%3.86 -	%3.29	%1.26 -	%4.75 -	%1.85 -		

المصدر : IMF, "International Financial Statistics", April 1994, and April 1999.

* خلال الأرباع الثلاثة من السنة المالية 1998/97 .

الملحق الإحصائي

الفصل الرابع

جدول رقم (2)

مصادر النمو الاقتصادي *
في الدول الآسيوية
(معدل النمو السنوي %)

الدول	والمؤشرات	1973/60	1984/73	1994/84	1994/60
كوريا	نصيب العامل من الناتج	5.6	5.3	6.2	5.7
	نصيب العامل من رأس المال	3.2	3.4	3.3	3.3
	نصيب العامل من التعليم	0.9	0.8	0.6	0.8
	الإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج	1.4	1.1	2.1	1.5
إندونيسيا	نصيب العامل من الناتج	2.5	4.3	3.7	3.4
	نصيب العامل من رأس المال	0.9	3.3	2.3	2.1
	نصيب العامل من التعليم	0.5	0.5	0.5	0.5
	الإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج	1.1	0.5	0.9	0.8
الفلبين	نصيب العامل من الناتج	2.5	1.2	0.3 −	1.3
	نصيب العامل من رأس المال	1.3	2.0	0.2	1.2
	نصيب العامل من التعليم	0.6	0.6	0.4	0.5
	الإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج	0.7	1.3 −	0.9 −	0.4 −
تايلاند	نصيب العامل من الناتج	4.8	3.6	6.9	5.0
	نصيب العامل من رأس المال	3.2	2.0	2.6	2.7
	نصيب العامل من التعليم	0.1	0.5	0.8	0.4
	الإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج	1.4	1.1	3.3	1.8
أمريكا اللاتينية	نصيب العامل من الناتج	3.4	0.4	0.1	1.5
	نصيب العامل من رأس المال	1.3	1.1	0.1	0.9
	نصيب العامل من التعليم	0.3	0.4	0.4	0.4
	الإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج	1.8	1.1 −	0.4 −	0.2
الولايات المتحدة الأمريكية	نصيب العامل من الناتج	1.9	0.2	0.9	1.1
	نصيب العامل من رأس المال	0.5	0.3	0.3	0.4
	نصيب العامل من التعليم	0.6	0.5	−	0.4
	الإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج	0.8	0.5	0.7	0.3

* Source: S. Barry P. Bosworth & Suzan Collins: "Economic growth in East Asia: Accumulation Versus Assimilation", Brookings Paper on Economic Activity: 2, 1996, quoted from IMF, World Economic Outlook, October 1998, P. 84.

الملحق الإحصائي

الفصل الرابع

جـــدول رقم (3)

صافي تدفقات رأس المال إلى دول الأزمة الآسيوية الخمس

(بليون دولار أمريكي)

السنة / نوع التدفق	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
صافي تدفقات رءوس الأموال الخاصة	26.8	26.6	31.9	33.2	62.5	62.4	19.7–	45.3–
(1) صافي الاستثمارات المباشرة	6.1	6.3	6.7	6.5	8.7	9.5	12.1	4.9
(2) صافي استثمارات المحافظ (الاستثمارات المالية)	3.4	5.3	16.5	8.3	17.5	20.0	12.6	6.5–
(3) صافي الاستثمارات الأخرى*	17.3	15.0	8.7	18.4	36.9	32.9	44.5–	43.6–
ب صافي التدفقات الرسمية	4.4	2.0	6.0	0.3	0.7	4.8	25.0	22.7
ج- التغير في الاحتياطي**	8.3–	18.1–	20.6–	6.1–	18.3–	13.6–	37.7	39.1–
ميزان المدفوعات الجاري ***	25.2–	16.1–	13.5–	23.2–	40.5–	53.4–	27.5–	9.7–

* الاستثمارات الأخرى تشمل صافي التدفقات قصيرة وطويلة المدى الأخرى شاملة الاقتراض الخاص والرسمي.

** العلامة السالبة تعني الزيادة .

*** الفرق بين الحساب الجاري لميزان المدفوعات ومجموع صافي التدفقات الخاصة والرسمية والتغير في الاحتياطي يمثل حساب رأس المال وبند الحذف والخطأ .

Source: IMF, "world Economic Outlook" May 1999, Table 2-5.

الملحق الإحصائي

الفصل الرابع

جدول رقم (4)

تدفقات رءوس الأموال إلى دول الأزمة الآسيوية الخمس

(بليون دولار أمريكي)

السنة /التدفق	1995	1996	1997	1998
ميزان العمليات الجارية	40.6-	54.8-	26.1-	69.2-
التمويل الخارجي (صافي)	83.0-	99.0	28.3	4.2-
- **صافي التدفقات الخاصة**	80.4	102.3	0.2	27.6-
- صافي الاستثمار في الأسهم	15.3	18.6	4.4	13.7
الاستثمار المباشر (صافي)	4.2	4.7	5.9	9.5
الاستثمار في محافظ الأسهم (صافي)	11.0	13.9	1.5-	4.3
- القروض الخاصة (صافي)	65.1	83.7	4.2-	41.3-
البنوك التجارية (صافي)	53.2	62.7	21.2-	36.1-
غير البنوك (صافي)	12.0	21.0	17.1	5.3-
صافي التدفقات الرسمية	2.6	3.3-	28.1	23.4
المؤسسات المالية الدولية	0.3-	0.2-	22.4	19.3
التدفقات الثنائية	3.0	1.3-	5.7	4.1
- إقراض المقيمين للخارج(صافي) *	28.3-	27.3-	33.7-	22.9-
- الاحتياطي من العملة الأجنبية باستبعاد الذهب	14.1-	16.9-	31.5	42.1-

Source : Institute of international Finance." Capital Flows to Emerging"

* تشمل تمويل الصادرات والذهب النقدي أو الحذف والخطأ وبعض البنود الأخرى .

** العلامة السالبة = زيادة

الملحق الإحصائي
الفصل الرابع
جدول رقم (5)

جدول المديونية الخارجية لدول
الأزمة الآسيوية الخمس
(بليون دولار أمريكي)

الدولة / السنة	1992	1993	1994	1995	1996	1997
إندونيسيا						
المديونية الخارجية	84.9	91.6	106.3	120.6	132.8	137.4
% من الناتج المحلي الإجمالي	%61.1	%58	%60.1	%59.6	%58.4	%67.1
مديونية طويلة ومتوسطة المدى	68.0	72.4	85.4	90.6	91.5	100.6
مديونية قصيرة المدى	16.9	19.2	20.8	30.0	41.3	36.8
عبء خدمة الدين% *	%32.3	%33.5	%30.4	29.5	%35.6	%34.3
كوريا الجنوبية						
المديونية الخارجية	63.8	72.0	101.3	132.6	159.8	157.2
% من الناتج المحلي الإجمالي	%20.7	%21.6	%26.6	%29.1	%33.0	%35.5
مديونية طويلة ومتوسطة المدى	27.7	32.7	39.9	48.2	57.6	88.5
مديونية قصيرة المدى	36.1	39.3	61.4	84.4	102.2	68.6

						الفلبين
52.3	50.1	44.7	41.8	37.2	33.9	المديونية الخارجية
62.9	%59.8	%60.4	%65.2	%68.8	%64.3	% من الناتج المحلي الإجمالي
39.7	37.5	34.6	34.6	31.2	27.4	مديونية طويلة ومتوسطة المدى
12.6	12.6	7.2	7.2	6.0	6.5	مديونية قصيرة المدى
						ماليزيا
43.6	38.9	35.5	34.7	37.1	28.7	المديونية الخارجية
%44.3	%39.2	%40.7	%47.9	%59	%49.8	% من الناتج المحلي الإجمالي
31.3	27.7	27.3	25.8	23.2	20.3	مديونية طويلة ومتوسطة المدى
12.3	11.2	8.2	8.9	13.8	8.4	مديونية قصيرة المدى
						تايلاند
95.8	99.7	89.8	68.2	54.1	43.4	المديونية الخارجية
%52.3	%47.3	%43.0	%39.0	%37.4	%34.3	% من الناتج المحلي الإجمالي
80.8	69.6	48.4	38.9	28.3	23.6	مديونية طويلة ومتوسطة المدى
30.0	38.3	41.4	29.3	25.8	19.8	مديونية قصيرة المدى

Source: Institute of International Finance : **Malaysia** Economic Report, June 18,1998.
Philippines Economic Report, March 31, 1998
South Korea Economic Report July 9,1998 **Indonesia** Economic Report , Feb. 20. 1998
Thailand Country report. Sept. 1998. .

* عبء خدمة الدين عبارة عن نسبة أعباء خدمة الدين إلى حصيلة الصادرات من السلع والخدمات والدخل .

الملحق الإحصائي

الفصل الرابع

جدول رقم (6)

مركز بنوك منطقة التسويات الدولية
تجاه دول الأزمة الآسيوية
(بليون دولار أمريكي)

الدولة / السنة	1994	1995	1996	1997
كوريا الجنوبية				
الأصول	61.0	83.3	109.1	103.9
الخصوم	20.5	25.1	29.1	41.3
صافي الأصول	40.5	58.2	80.0	62.6
الأصول قصيرة المدى (سنة فأقل)%	%70.1	%70.0	%68.0	%68.0
تايلاند				
الأصول	54.4	92.2	99.3	79.7
الخصوم	7.0	11.8	9.1	9.8
صافي الأصول	47.5	80.4	90.2	69.9
الأصول قصيرة المدى (سنة فأقل)%	%70.6	%70.0	%65.1	%66.0

إندونيسيا				
الأصول	41.6	48.9	57.9	62.7
الخصوم	10.3	11.5	13.6	11.6
صافي الأصول	31.3	37.4	44.3	51.1
الأصول قصيرة المدى (سنة فأقل)%	%60.8	%62.2	62.0	%59.0
ماليزيا				
الأصول	14.4	18.7	25.9	29.1
الخصوم	10.3	13.0	17.4	13.1
صافي الأصول	4.1	5.7	8.5	16.0
الأصول قصيرة المدى (سنة فأقل)%	48.8	%47.1	50.1	56.5
الفلبين				
الأصول	6.5	8.1	13.5	16.6
الخصوم	6.7	7.3	7.8	9.7
صافي الأصول	(0.2-)	0.8	5.7	6.9
الأصول قصيرة المدى (سنة فأقل)%	%46.4	%49.0	%58.0	%58.8

Source: RIS. "International Banking and Financial Market Developments," November 1996 August 1997, & November 1998. & BIS, "The Maturity, Sectoral, and Nationality Distribution of International Bank Lending, second Half 1996, & second half 1997.

الملحق الإحصائي
الفصل الرابع
جدول رقم (7)

أعباء خدمة الدين إلى الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية

الدولة / السنة	1994	1995	1996	1997
1- المفهوم الأول للأعباء				
الفلبين	0.7	0.81	0.56	0.93
ماليزيا	0.31	0.21	0.23	0.26
إندونيسيا	1.14	1.18	1.13	1.30
تايلاند	0.22	0.24	0.25	0.64
كوريا	0.30	0.28	0.32	0.59
2- المفهوم الثاني للأعباء				
الفلبين	1.22	1.45	1.33	2.05
ماليزيا	0.57	0.54	0.64	1.04
إندونيسيا	2.92	3.19	2.99	3.39
تايلاند	1.28	1.45	1.46	2.37
كوريا	1.87	1.94	2.31	4.3

المصدر : بيانات رصيد الاحتياطي من العملات اللاحقة مأخوذة من: IMF, "International Financial Statistics, Washington, April 1999

أما أعباء خدمة الدين بمفهومها المتعارف عليه فمأخوذة من : IMF, "International Financial Statistics, April 1999 IIF, "Capital Flows to Emerging market Economis, Washington 1998, World Bank " World Debt Tables" 1998"

أما بيانات القرض المصرفية قصيرة الأجل فمأخوذة من

BIS "The Maturaty, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending "Basle, Second half 1995, second half 1996, and first half 1997.



الفصل الخامس

أسـباب الأزمـة

٢ - رخـاوة النظـام المـالي

(أ) مقدمة :

أشرنا سابقا إلى أن الأزمة الآسيوية تتضمن العديد من سمات الأزمات المالية المتعددة التي سبق تصنيفهـا في الفصل الثـالث ، مثـال ذلك أزمـة سعـر الصرف وميـزان المدفـوعات، و الأزمـة المصرفيـة ، و الأزمة المنظـوميـة ، أزمـة الثقة وسلـوك القطيع ، المخاطـر المعنوية ، الأزمـة التي تحقق ذاتها . . إلخ من أنواع الأزمات المختلفـة . ولقد أشرنا في الفصل السابق إلى أن الأزمـة الآسيوية قد تفجرت بفعل الضغـوط الناشئة عن تغير اتجاه حـركة تـدفق رءوس الأموال الخاصـة من الداخل إلى الخارج ، والنتـائج التي ترتبـت على فيضان خروج (هـروب) الدائنين من العملـة المحلية ومحاولـة تخلصهم من الأصول المحليـة على سعر الصرف وأسعـار الأصول من جهـة وعلى الجهاز المصرفي من جهـة أخرى، وتأثير ذلك على الـوحدات العـاملـة في قطاع الأعمال ، ومن ثم انتقـال الأزمة إلى الاقتصـاد الحقيقي . وحقيقة الأمـر ـ كما أشرنا في الفصـل السابق ـ أن الأزمة تعـود في الأساس إلى التـدفقات الضخمـة لـرءوس الأموال الخاصـة قصيرة المدى التي اتجهت إلى بلدان الأزمة الآسيوية نتيجة لقدرة جذب مؤشرات الأداء الاقتصادي الناجح لهذه الدول من نـاحية وقوة دفع تـوافر فائض سيـولة عالمية (خـاصة في اليابـان وأوربا) بجانب تراجع العائد على الأصول في الأسواق العـالمية من جهة أخرى ، وقد انتقل هذا

الانسياب لرءوس الأموال من خلال مؤسسات الوساطة المالية التي لم تكن مستعدة لا لهذا الفيضان من التدفق إلى الداخل ولا إلى تغيير اتجاهه نحو الخارج وبسرعة مرة أخرى، ويرجع ذلك إلى بعض عوامل الضعف الهيكلي في النظام المالي في هذه الدول . ومن هنا يمكن القول إن النظام المالي ومؤسساته وآلياته قد لعبت دورا مهما في هذه الأزمة. لذا لزم علينا التطرق إلى النظام المالي في دول الأزمة وهيكل هذا النظام ، وطبيعة الهيكل التمويلي لوحدات قطاع الأعمال ، وعملية التحرير المالي وتحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات في هذه الدول ، والإفراط في كل من الاقتراض والإقراض، والإفراط في الاستثمار ونتائجه ، ومشكلة شح السيولة وشح الائتمان، وآليات الأزمة .

(ب) هيكل النظام المالي[1]:

يتكون النظام المالي الإندونيسي بجانب البنك المركزي (بنك إندونيسيا) من ٢١٢ بنكا تجاريا ، وهو عدد يفوق أي عدد من البنوك التجارية في دول الأزمة الآسيوية الأخرى ، منها سبعة (٧) بنوك تجارية حكومية (مملوكة للدولة) تمثل أصولها حوالي نسبة ٩ , ٣٦٪ من جملة أصول النظام المالي الإندونيسي ، بجانب ٢٠٥ بنك تجاري خاص ينقسم إلى ١٦٤ بنكا تجاريا محليا (وطنيا) تسيطر على ١ , ٣٩٪ من جملة أصول النظام المالي ، بالإضافة إلى ٤١ بنكا تجاريا أجنبيا ، وهي في حقيقتها فروع لبنوك أجنبية وتمثل جملة أصولها ٥ , ٧٪ من جملة أصول النظام المالي الإندونيسي . يضاف إلى ما سبق ٢٧ بنكا إقليميا للتنمية يبلغ نصيب أصولها ٢ , ٢٪ من مجموع أصول النظام المالي . ويتسم النظام المالي في دول الأزمة الآسيوية بوجود سيل من المؤسسات المالية غير البنكية مثل شركات الأموال وشركات الاستثمار ومؤسسات الادخار والجمعيات التعاونية للائتمان وأهمها هو شركات الأموال أو شركات التمويل ، وتتباين هذه المؤسسات تباينا كبيرا من حيث حجم أصولها وقاعدتها الرأسمالية ونطاق عملها ، ويبلغ عدد هذه المؤسسات المالية في إندونيسيا ما يزيد على ٥٠٠ مؤسسة تمثل أصولها ما نسبته ٤ , ٩٪ من جملة أصول النظام المالي ، هذا بجانب عدد ١٤٥ شركة تأمين (خاصة وعامة ، محلية وأجنبية) حيث تمثل أصولها ٥ , ٣٪ من جملة أصول النظام المالي الإندونيسي .

وبجانب البنك المركزي الكوري يتكون النظام المالي الكوري من ٨٢ بنكا تجاريا منها

ستة بنوك حكومية تجارية مملوكة ملكيـة خاصة للدولة تسيطر على حوالي ١٢٪ من جملة أصول النظام المالي الكوري ، بجانب ٧٦ بنكا تجاريا خاصا منها ٢٤ بنكا تجاريا محليا تمثل مجمـوع أصولها ٦ , ٢٩٪من جملة أصول النظـام المالي الكوري ، و ٥٢ بنكا تجاريا أجنبيا (هي في حقيقتهـا فروع لبنوك أجنبية) تمثل جملـة أصولها ٥ , ٣٪ من جملة أصول النظام المالي الكوري . ويزيد عدد المؤسسات المالية غير المصرفية في كوريا الجنوبية على ١٠٠٠ مؤسسة ما بين شركات أموال وشركات استثمار ومؤسسات ادخار ، وحيث تمثل أصولها ٩ , ٣٧ من جملة أصـول النظام المالي الكوري ، كما يحتوي النظـام المالي الكوري على ٣ بنوك إقليميـة للتنمية تسيطـر على ٩ , ٨٪ من جملـة أصول النظـام المالي ، هذا بجانب عدد ٦٠ شركة تأمين (شاملة أنواع التـأمين المختلفة وأشكال الملكية المختلفة) وتبلغ جملة أصولها ٩ , ٤٪ من جملة أصول النظام المالي الكوري .

ويتكون النظـام المالي التايلاندي بجـانب البنك المركزي التايلانـدي ـ من ٣١ بنكا تجاريا منها بنكان تجاريـان حكوميان تمثل أصولهما ٢ , ٢٪ من جملة أصول النظام المالي التايلاندي ، هذا بجانب ٢٩ بنكا تجاريا خاصا ، منها ١٥ بنكا تجاريا محليا تبلغ جملة أصولها ٢ , ٦٢٪ من جملة أصـول النظام المالي التـايلانـدي ، وحوالي ١٤ بنكا أجنبيا (فروع لبنوك أجنبية) تبلغ جملة أصولها ٢٪ من جملة أصول النظـام المالي . أضف إلى ما سبق ما يزيد على ١٠٠٠ مؤسسة مالية غير مصرفية تبلغ جملة أصولها ما يمثل ٢١٪ من جملـة أصول النظـام المالي التايـلاندي ، ومن هـذه المؤسسات حـوالي ١٠٠ شركة من شركـات التمـويل لعبت دورا مهما في إذكـاء لهيـب الأزمـة وأهمهـا وأكبرهـا هـو شركـة فاينانسون (Finance One) التي مهد انهيارها إلى تفجير الأزمـة ، كما قامت الحكومة في الأيام الأولى للأزمة بإغلاق ١٨ شركة من هذه الشركات ثم وصل عدد الشركات التي أغلقت حوالي ٤٢ شركة . وقد لعبـت هذه الشركات ـ المؤسسـات المالية غير البنكية ـ دورا مهما في التمهيد لهذه الأزمـة ـ أمـا شركات التأمين فيبلغ عـددها ١٢ شركة تصل مجموع أصولها إلى نسبة ٨١ , ١٪من جملة أصول النظام المالي التايلاندي .

أما النظام المالي الماليزي فيتكون بجانب البنك المركزي الماليزي (بنك نيجارا) من ٣٥ بنكا تجاريا ، منها بنك تجاري حكومي واحد و ٣٤ بنكا تجاريا خاصا تبلغ جملة أصولها حوالي ٥٩٪ من جملة أصول النظام المالي الماليزي ، وتنقسم هذه البنوك التجارية الخاصة

إلى ٢١ بنكا تجاريا محليا (وطنيا) و حوالي ١٣ بنكا أجنبيا ، هذا بالإضافة إلى حوالي ١٣ بنكا استثماريا ومتخصصا تسيطر على ٤ , ٥٪من جملة أصول النظام المالي ، ويبلغ عدد المؤسسات المالية غير المصرفية ١٦٨ مؤسسة يبلغ نصيب أصولها ٢٩٪ من جملة أصول النظام المالي الماليزي . أما شركات التأمين وعددها حوالي ٦٧ شركة فتبلغ جملة أصولها ما نسبته ٥ , ٤٪من جملة أصول النظام المالي .

ويصل عدد البنوك التجارية في الفلبين إلى ٣٠ بنكا تجاريا منها خمسة بنوك تجارية مملوكة للدولة تسيطر على ٩ , ١٢٪ من جملة أصول النظام المالي ، أما الباقي فهو ٢٥ بنكا تجاريا خاصا تصل جملة أصولها إلى نسبة ٤ر٥٠٪ من أصول النظام المالي الفلبيني، منها ٤ فروع لبنوك أجنبية تمثل أصولها نسبة ٨ , ٦٪ من جملة أصول النظام المالي ، أضف إلى ما سبق حوالي ١٠٠٠ مؤسسة مالية غير مصرفية أو يزيد يمثل مجموع أصولها ١ , ١٤٪ من جملة أصول النظام المالي ، ويبلغ عدد شركات التأمين ١٤٤ شركة تأمين (خاصة وعامة ومحلية وأجنبية وبأنواع مختلفة) تصل جملة أصولها إلى نسبة ٥ , ١٩٪ من أصول النظام المالي الفلبيني .

يمثل ما سبق وصفا للمؤسسات العاملة في النظام المالي في دول الأزمة الآسيوية الخمس وطبيعة هذه المؤسسات ووزنها النسبي في النظام أو الهيكل المالي لهذه الدول ، أما سمات هذا النظام وخصائص تلك المؤسسات وأسلوب عملها وسياساتها وآلياتها فسوف نتناوله في حينه .

(جـ) الهيكل التمويلي لقطاع الأعمال :

يؤكد الكثيرون أن الأزمة المنظومية تتولد في الأسواق المالية أو يتم تعظيمها وتضخيمها بواسطة الأسواق المالية ، بمعنى أدق فإن المخاطر المنظومية لابد وأن تتولد في عملية التمويل ، بمعنى أن يتم تمويل الاحتياجات الرأسمالية لمشروع ما بواسطة مستثمرين من خارج المشروع . وطبقا لهذا التعريف فإن المخاطر المنظومية لا توجد إطلاقا إذا قام المشروع بتمويل احتياجاته الجارية أو الرأسمالية تمويلا ذاتيا . هذه السمة تبدو متوافرة في دول الأزمة الآسيوية ، إذ يتسم الهيكل التمويلي في قطاع الأعمال في دول الأزمة الآسيوية ــ بصورة خاصة ـ بالاعتماد الكبير على الإقراض المصرفي وما في حكمه

بدلا من الاعتماد في التمويل على حقوق الملكية أي الأوراق المالية كالأسهم وطرحها من خلال سوق رأس المال . وهكذا تتسم وحدات قطاع الأعمال في هذه الدول ـ مع اختلاف واضح فيما بينها ـ بارتفاع نسبة المديونية إلى حقوق المساهمين[٢] (رأس المال + الاحتياطيات) مقارنة بالعديد من الدول الأخرى سواء أكانت دولا متقدمة أم دولا نامية . ويرجع ذلك إلى ارتفاع ادخار القطاع العائلي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بالدول الأخرى ، وحيث يقوم القطاع العائلي بتوظيف هذا الادخار عن طريق إيداعه في البنوك (الجهاز المصرفي) ، وهي تمثل الموارد المتاحة للبنوك لاستخدامها في أوجه التوظيف المختلفة[٣] . وهكذا تستخدم البنوك هذه الموارد في إقراض قطاع الأعمال . بمعنى آخر فإن اختيارات المخاطر للقطاع العائلي متحيزة تجاه توجيه المدخرات نحو الإيداع في البنوك بدلا من استثمارها في حقوق الملكية (الأسهم) ، وعلى البنوك أن تقوم بمهمة الوساطة المالية لهذا التدفق الضخم من المدخرات . وحيث إن الحكومة ليست مقترضا في هذه البلدان ، أو ليست مقترضا ذا قيمة نظرا لأن أغلب دول الأزمة الآسيوية تتسم بوجود فائض في الموازنة العامة أو عجز لا يتعدى ١٪ من الناتج المحلي الإجمالي ، كذلك فإن القطاع العائلي ليس مقترضا هو الآخر حيث يتمتع بفائض ادخار كبير (زيادة في الادخار عن الاستثمار) ، فإن المقترض الوحيد في مثل هذه الحالة هو وحدات قطاع الأعمال والمستثمرون الآخرون حيث توجد فجوة ادخارية كبيرة أي أن الادخار يعجز عن تمويل استثمارات هذا القطاع مما يولد الحاجة إلى ضرورة التمويل عن طريق الاقتراض . وحيث إن التمويل عن طريق سوق حقوق الملكية (الأسهم) محدود للغاية وغير متطور ، بجانب أن سوق السندات ما زالت في بداياتها الأولى ، فإن الطريق الوحيد المتاح هو الاقتراض من المؤسسات المالية المحلية . وتحتاج شركات قطاع الأعمال التي ترغب في اقتحام ميدان التصدير إلى موارد مالية كبيرة من الصعب الحصول عليها إلا عن طريق الاقتراض ، فلا الأرباح المحتجزة في قطاع الأعمال ولا سوق الأسهم يمكن أن تسعف في هذه الحالة خاصة بالأحجام المطلوبة لبناء إمكانيات المنافسة في السوق الدولية ولاستمرار الوجود في هذه السوق . ومن هنا كان ارتفاع نسبة المديونية إلى حقوق المساهمين في قطاع الأعمال في هذه الدول الآسيوية مقارنة بغيرها من الدول .

وتشير إحدى الدراسات[٤] إلى أن وصول متوسط نسبة الدين إلى حقوق المساهمين ١٨٨٪ في إندونيسيا ، و ١١٨٪ في ماليزيا ، و ٣٥٥٪ في كوريا الجنوبية ، و ١٢٩٪ في

الفلبين ، و ٢٣٦٪ في تايلاند ، في حين تصل إلى ٨٦٪ في تايوان ، و ٢٠٦٪ في اليابان و ١٥٠٪ في الولايات المتحدة(٥) . والمعدلات السابقة هي متوسطات وبالتالي فهناك العديد من وحدات قطاع الأعمال التي تتخطى نسبة المديونية إلى حقوق الملكية أو حقوق المساهمين فيها هذا المستوى بكثير . وتشير دراسات أخرى عن كوريا الجنوبية أن نسبة المديونية إلى حقوق المساهمين في أكبر ٣٠ تشاي بول (وهي المجمعات الصناعية الكبيرة المملوكة لبعض العائلات) تصل في المتوسط إلى ٣٣٣٪(٦)، في حين أن النسبة في الولايات المتحدة تصل إلى حوالي ١٠٠٪ في المتوسط ، أما السبعة تشاي بول الذين أعلنوا إفلاسهم في عام ١٩٩٧ فقد وصل متوسط نسبة المديونية إلى حقوق المساهمين فيهم إلى ما يزيد على ٩٠٠٪ ، وبالنسبة لمجموعة جنري فقد وصلت النسبة إلى ٨٥٩٨٪ ، في حين بلغت النسبة لمجموعة سامي Sammi الصناعية إلى ٣٢٤٥٪(٧). ولا شك في أن ذلك يعكس مدى فداحة هذه النسبة ومدى اعتماد وحدات قطاع الأعمال على الاقتراض، ولا تقل وحدات قطاع الأعمال الكوري الأخرى عن هذا المستوى بكثير، فتصل النسبة إلى ٢٠٦٧٪ في مجمع هلا الصناعي، ٧٧٨٪ في مجمع هنهوا ، و٥٢٣٪ في KIA، و ٤٣٩٪ في هوينداي ، بينما تصل النسبة إلى ٥٥٦٪ في مجمع هانجين، وفي هذا الصدد نود أن نورد الملاحظات التالية :

أولا: أن وحدات قطاع الأعمال التي تتسم بارتفاع نسبة الدين إلى حقوق المساهمين فيها تكون أكثر تعرضا وتأثرا بالصدمات الخارجية التي يترتب عليها اختلال في التدفقات النقدية أو في عرض أو توفير الأموال (سواء عن طريق الائتمان المصرفي أم حقوق الملكية) ، فالمديونية تتطلب مستويات ثابتة ومنتظمة من مدفوعات السداد ، في حين تتطلب حقوق الملكية المشاركة في الأرباح . وكلما ارتفعت نسبة المديونية لحقوق المساهمين فإن أي صدمة انكماشية ـ في مثل هذا النظام المالي ـ من شأنها أن تؤدي إلى شح في السيولة وتوقف عن الوفاء بالالتزامات ومن ثم الإفلاس . ونقصد بالصدمة الانكماشية هنا الانخفاض الحاد والسريع في سعر الصرف، الارتفاع الحاد في سعر الفائدة ، انهيار أسعار الأصول . . إلخ ، بمعنى أن تكون الصدمة ذات طبيعة منظومية . وللتأكد من هذه الأحكام فلنحاول المقارنة بين نظامين أحدهما يتسم بارتفاع نسبة المديونية إلى حقوق المساهمين والآخر يتسم بانخفاض هذه النسبة ، ففي النظام الثاني تستطيع

وحدات قطاع الأعمال تحمل ارتفاعًا حادًا في أسعار الفائدة الحقيقية ولمدة زمنية ممتدة . فالأرباح الإجمالية قبل استقطاع الضرائب والفوائد من المتوقع أن تظل عالية نسبيا مقارنة بأعباء الفوائد بحيث يظل من الممكن القيام بسداد الدين من التدفقات النقدية .

ثانيا : لا شك في أن هذا المعدل المرتفع لنسبة الدين إلى حقوق المساهمين لوحدات قطاع الأعمال قد ساعد هذه الوحدات على تمويل معدلات مرتفعة للاستثمار، ما كان من الممكن القيام بها لو تم الاعتماد على التمويل من خلال الأرباح المحتجزة لهذه الوحدات أو من خلال التمويل عن طريق حقوق الملكية (الأسهم). ولقد أدى ذلك إلى تحقيق معدلات عالية للاستثمار كانت هي المصدر الأساسي لمعدلات النمو المرتفعة التي حققتها هذه البلدان خلال العقدين الماضيين .

ثالثا : هذا النظام المالي القائم على ارتفاع مديونية قطاع الأعمال وتوفير هذه المديونية من خلال الوساطة المالية للجهاز المصرفي يحتاج إلى علاقات قوية بين مديري وحدات قطاع الأعمال والبنوك ، بل يتطلب هذه العلاقة القوية التنسيق ، كما يحتاج إلى تدخل حكومي قوي لتدعيم هذا التعاون والتنسيق بين هذين القطاعين لتحقيق أهداف قومية ، وهنا يظهر دور الدولة التنموية التي ظهرت بوضوح في آسيا ـ اليابان (عام ١٩٥٥ـ ١٩٧٣)، وكوريا (عام ١٩٦١ - ١٩٩٥)، وتايوان (عام ١٩٥٥ ـ وحتى الآن) ، وتعتبر ماليزيا حالة وسط بين اليابان وكوريا ، وتقوم الدولة بتوجيه قوى السوق نحو تحقيق أهداف تنموية ، مثال على ذلك دعم قطاع الأعمال على حساب المدخرين من القطاع العائلي من خلال فرض سعر فائدة ميسر ، أو توجيه الائتمان المصرفي نحو بعض القطاعات التصديرية ، أو القطاعات التي ترى ضرورة استراتيجية لتوسعها . هذه العلاقة القوية والثقة المتبادلة بين قطاع الأعمال وقطاع البنوك قد أدت إلى تحول المديونية إلى ما يمكن تسميته بشبه حقوق الملكية ، كما نشأت علاقة مشورة متبادلة بين أقطاب هذا الثالوث وهي وحدات قطاع الأعمال ، والحكومة ، والبنوك ، ولعل ذلك هو ما أطلق عليه البعض «رأسمالية المحسوبية Rony Capitalism» وهو ما أسماه آلن جرينزبان ـ محافظ بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي ـ بأنه «نظام

ينطوي على توجيه حكومي للاستثمار يتـم تمويله بصورة رئيسية من خلال البنوك من أجل تحقيق أهداف الدولة» وهو نظـام لابد وأن ينتهي إلى الانهيار ـ كما يقول جـرينـزبان ـ لمـا يحتـوي عليـه من إفـراط في الاستثمار وأخطـاء في التقـديـر والحساب(٨) . ولا شك في أن أحد جوانب خطورة هذه العلاقة ثلاثية الأقطاب هو ما يمكن أن يترتب على توثيق هذه العلاقات من آثار سالبة على كفاءة عملية المنافسة .

رابعا : أن النظام المالي المستند إلى تمويل قطاع الأعمال من خلال الائتمان المصرفي لا غبار عليه ، وقد عمل بنجاح خلال فترة ممتـدة من الزمن حيث كان اعتماد البنوك في التمويل على الموارد المتـوافرة من خلال ادخـار القطاع العائلي . المشكلـة بدأت تظهـر في أوائل التسعينيات حينما بـدأت هذه الـدول في إصلاح أسـواق المال ، حيث بدأ هـذا النظام يواجه مخاطـر عديدة . ولم يع البعض هـذه الحقيقة إلا في وقت لاحق جدا وبعد أن كان الدمـار قد وقع . ذلك أن الإصلاح الأساسي إنما تمثل في فتح أسواق المال الآسيوية إلى أسواق رأس المال العالمية ، وتحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات لـدول الأزمة الآسيوية والانتقال إلى القابليـة الكاملة للتحـويل لحسـاب رأس المال دون أن يتم الإعداد لـذلك . وهكـذا أصبح من الممكن للبنوك الآسيوية الاقتراض من الخارج ، وبذلك أضيف إلى الموارد المتاحة للجهـاز المصرفي من خـلال ادخار القطـاع العـائلي القـروض الأجنبية ، ولقـد استحوذت البنـوك الأجنبية على هـذه الفرصة بكـاملها . ولعل ذلك يـدفعنا إلى دراسة التحرير المالي وتحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات .

(د) التحرير المالي :

يعتبر التحرير المالي شاملا بصورة أساسية تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات أهم خطوة تم اتخاذهـا خلال الفترة من بداية التسعينيـات وحتى منتصفها ، وهي أهم متغير لعب دورا سلبيا في الأزمـة ويتحمل جريـرته كل من حكـومات هـذه الدول من ناحيـة والمنظمات الدولية من ناحيـة أخرى . وفيما يلي تتابع خطوات تحريـر النظام المالي والنتائج التي ترتبت على ذلك .

اتخذت الحكومة التايلاندية بعد عام ١٩٨٧ خطوات مهمة لتحـرير النظام المالي ،

فقد وضعت أمـام عينيها العولمة كهـدف تصبو إليه ، كما أرادت أن تضيف مـزيدا من المرونة إلى النظام المالي ، وذلك حتى تستطيع تايلاند التعايش مع البيئة العالمية المتغيرة . وفي عام ١٩٩٠ و كجزء من عملية التحرير أزالت تـايلاند القيود على حركة رأس المال وبالتالي تدفقت الأموال بحرية من تايلاند وإليها . وفي عام١٩٩٣ (مارس) تم تأسيس ما يعرف باسم «التسهيلات الدولية المصرفية لبانكوك BIBF »[٩] ويسمح هذا النظام للبنوك التجاريـة و المحلية بتلقي الودائع والاقتراض بالعملـة الأجنبية من الخارج ، كما سمح لها بإقراض هـذه الأموال في الداخل والخارج ، كما يمكن عن طريق هـذا النظام أيضـا لأي وحـدة من وحـدات قطـاع الأعمال الاقتراض من الخارج مبـاشرة بـالعملـة الأجنبية . ولعـل دور البنوك من الأهميـة بمكان في هـذا الصدد لأن المؤسسـات المالية مطلوب منها ، بل هي ملتـزمة بالتوقي أو التحوط لكل اقتراضها بـالعملة الأجنبية ، أما المؤسسات غير الماليـة فغير ملزمة بذلك . وقـد قفزت التسهيلات الائتمانيـة من خلال نظام بانجكوك للتسهيلات المصرفية الدولية BIBF من صفر عام ١٩٩٣ إلى ٣١,٢ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ ، وهو ما يمثل حوالي نصف مـديونية القطاع الخاص والبالغة ٦٣ بليـون دولار أمـريكي وهـي تـوازي حـوالي١/٣ النـاتج المحلي الإجمالي التايلاندي .

وتمتعت المعاملات من خـلال نظام بانجكوك للتسهيـلات الدولية بجاذبيـة شديدة لكل من المقرضين والمقترضين على السواء ، فـالمقرضون كانوا قـادرين على توفير قروض قصيرة المدى بالعملة الأجنبية في مقابل هامش يعلو على سعر الفائدة (ليبور)[١٠] ، أما المقترضون فكانـوا قادرين على الحصول على أموال بسعـر فائدة يقل ما بين ٤٪ إلى ٦٪ عن سعر الفـائدة السائد محليـا ، ولعل إيمانهم الذي لا يتزعـزع في استمرار نظـام سعر الصرف الثابت هو الذي أدى بهم إلى إهمال مخاطر سعـر الصرف كلية . وقد ساعد هذا السيل المتدفق من الأموال من خلال نظام بانكوك للتسهيلات الدولية على تمويل برنامج ضخم من الاستثمارات ساهمت بـالتالي في تحقيق معدلات النمو المرتفعـة ، كما ساهمت في إذكاء موجة تضخم أسعار الأصول المالية والعقارية .

وقد بدأت عملية التحرير المالي في إنـدونيسيا منذ زمن طويل ، ففي عام ١٩٧٠ تم إلغـاء القيـود والـرقابـة على الصرف الأجنبي كما تـم إلغاء نظـام تعـدد أسعـار الصرف وأصبحت الروبية قابلة للتحويل ، ومنذ ذلك الوقت تبنت الدولة سياسة حرة ومفتوحة

للصرف الأجنبي . ولقد تم إزالة القيود المباشرة والمتبقية على حرية تدفق رءوس الأموال مع قرب نهاية الثمانينيات أي بعد عام ١٩٨٨ ، حيث تحرر حساب رأس المال بميزان المدفوعات . وفي عام ١٩٨٣ بدأت عملية إصلاح النظام المصرفي الإندونيسي ، وفي هذا العام أزيلت القيود التي يفرضها البنك المركزي الإندونيسي على سقوف أسعار الفائدة وعلى عمليات الإقراض ، وخلق البنك المركزي إطارا مؤسسيا يمكنه من الرقابة بأسلوب غير مباشر ودون المساس بآليات السوق ، وذلك عن طريق خلق تسهيلات المقرض الأخير(١١) وإدخال عدد من أدوات الخصم الجديدة . وفي عام ١٩٨٦ و كجزء من عملية الإصلاح المالي سمح لوحدات قطاع الأعمال الإندونيسي بالاقتراض بالعملة الأجنبية سواء أكانت قروضا طويلة أم قصيرة الأجل ، وسواء على أساس التحوط والتوقي لهذه القروض أم لا ، كما كانت وحدات قطاع الأعمال حرة في الاستثمار في خارج إندونيسيا . وفي عام ١٩٨٨ تسارع إيقاع عملية تحرير وفك قيود الجهاز المصرفي، فأزيلت الحواجز أمام تأسيس وتوسع البنوك الخاصة سواء أكانت محلية أم أجنبية مع تخفيض نسبة الاحتياطي وإزالة القيود أمام إنشاء المؤسسات المالية غير المصرفية. وقد ترتب على ذلك انفجار مصرفي حيث زاد عدد البنوك والمؤسسات المالية بمعدلات غير مسبوقة ، بحيث يمكن القول إنه مع منتصف التسعينيات كان لكل تجمع كبير من وحدات قطاع الأعمال مصرفها الخاص بها ، وترتب على ذلك تراجع دور البنوك التجارية المملوكة للدولة وتعاظم دور البنوك التجارية الخاصة سواء من حيث حجم الأصول أو من حيث حجم الودائع . وما يجب ذكره هنا أن البنوك كان لزاما عليها التحوط لقروضها بالعملة الأجنبية ، أما شركات الأموال فلم تكن ملزمة بذلك . وفي عام ١٩٨٨ حاولت الحكومة والبنك المركزي فرض العديد من المعايير والمتطلبات لضمان الالتزام بقواعد الحيطة والحذر في حساب المخاطر ، إلا أن ذلك لم يمنع من تدني نوعية أصول وحدات الجهاز المالي . وفي عام ١٩٩١ اتخذ عدد من الإجراءات من شأنها تحسين مستوى تقدير المخاطر واتباع الحيطة والحذر ، وكذلك معايير الرقابة المصرفية مع وضع برنامج زمني لتحسين القاعدة الرأسمالية . ويمكن القول باختصار إنه مع نهاية الثمانينيات وبداية التسعينيات كان المسرح المالي معدا للتدفقات الضخمة لرءوس الأموال الخاصة من خلال وساطة الجهاز المصرفي أو المؤسسات المالية غير المصرفية .

وقد أسرعت الحكومة الكورية بإجراءات تحرير النظام المالي خاصة تحرير حساب

رأس المال لميزان المدفوعات وذلك مع مجيء كيم يونج ـ سام إلى السلطة عام ١٩٩٣ ، وقد قامت كوريا باتخاذ هذه الإجراءات لتحرير النظام المالي كأحد أهم متطلبات دخول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) ، حيث أصبحت العضو رقم ٢٩ في أكتوبر عام ١٩٩٦ . ولم يكن ذلك هو السبب الوحيد لقيام الحكومة بعملية تحرير النظام المالي ، ذلك أن وحدات قطاع الأعمال الخاصة الكبيرة ومنها التجمعات الصناعية الضخمة المعروفة باسم «تشاي بول» قد حققت موقعا متميزا عالميا خاصة من جانب مؤسسات الجدارة الائتمانية الدولية بحيث أصبح في إمكانها الحصول على بعض احتياجاتها من الأموال من أسواق المال العالمية وبسهولة . وقد قامت الحكومة مع أوائل التسعينيات بتشجيع التجمعات الصناعية والشركات الكبيرة والبنوك بصورة خاصة على الاقتراض من الخارج . وكجزء من عملية تحرير القطاع المالي أعطت الحكومة رخصة تأسيس مصارف لحوالي ٩ بنوك استثمار في ١٩٩٤ ولخمسة عشر بنكا آخر في عام ١٩٩٦ بالإضافة إلى ٦ بنوك استثمار كانت قائمة قبل بدء عملية التحرير في ١٩٩٣. ولقد ترتب على سلوك هذه البنوك الاستثمارية قليلة الخبرة النمو البالوني لديون كوريا الخارجية من ٤٤ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٣ إلى ١٢٠ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ ، وأغلبها ديون خاصة ، هذا بجانب أن المديونية قصيرة الأجل يصل نصيبها إلى ٧٠٪ من حجم هذه المديونية .

ولا شك في أن التصميم الخاص لبرنامج التحرير المالي شجع الاقتراض قصير الأجل من الخارج ، ذلك أن إجراءات تقديم واستيفاء القروض قصيرة الأجل أقل تعقيدا من عملية الاقتراض طويل الأجل . أضف إلى ذلك ، أن الحكومة صرحت للمؤسسات غير البنكية بالاقتراض من الخارج لحسابها الخاص وتحت مسئوليتها ودون تنسيق مركزي. ويبلغ نصيب هذه المؤسسات غير البنكية حوالي ثلث الدين الخارجي لكوريا الجنوبية . و بينما تقع مديونية هذه المؤسسات غير البنكية خارج إجراءات ورقابة البنك المركزي إلا أنها تشكل جزءا من خصومه (مطلوباته) بالنقد الأجنبي .

تمارس الحكومة الماليزية رقابة محدودة جدا على عمليات الصرف الأجنبي ، اللهم إلا فيما يتعلق بالدول محل المقاطعة كإسرائيل وصربيا ، عدا ذلك فإن كافة المدفوعات لغير المقيمين وتحويلات الأرباح والدخول مسموح بها تماما ، وكذلك الأمر فيما يتعلق

بالمدفوعات الرأسمالية (مثل شراء الأوراق المالية والعقار والقروض لغير المقيمين) . وفي عام ١٩٩٤ سمح للمقيمين بالاحتفاظ بنسبة من حصيلة صادراتهم بالعملة الأجنبية في حسابات في بعض البنوك بدلا من بيعها إلى البنك المركزي . وقد حاولت الحكومة الماليزية تحويل كوالالمبور إلى مركز مالي إقليمي فاتخذت في عام ١٩٩٥ عددا من الإجراءات من شأنها تحرير سوق رأس المال الماليزي ، منها تسهيل الاقتراض بضمان الأسهم وتخفيض معدل العمولة في سوق كوالالمبور للأسهم ، وفك القيود على مديري صناديق الاستثمار الأجنبية ، وبما فيها القيود المانعة لإدارتهم لصناديق محلية . وقد اعتمدت ماليزيا بصفة أساسية على الاستثمارات الأجنبية المباشرة ، إلا أن مؤشرات نجاح الأداء الاقتصادي لماليزيا أدت إلى تدفقات ضخمة من رءوس الأموال الساخنة (قصيرة المدى ـ بهدف المضاربة) مما اضطر الحكومة الماليزية إلى فرض بعض القيود والعقوبات المتعلقة بحسابات الرينجيت لغير المقيمين ترتب عليها سحب هذه الأموال عام ١٩٩٤ بحيث أصبح صافي التدفق سالبا هذا العام ، إلا أنها عادت إلى الانسياب مرة أخرى عام ١٩٩٥ وعام ١٩٩٦.

ويعتبر القطاع المصرفي الماليزي أكثر تطورا وتقدما من القطاعات الأخرى في الدول المجاورة خاصة دول الأزمة . وإذا كان القطاع المصرفي قد عانى من ظاهرة الديون المتعثرة أو المشكوك فيها فإن الجهاز المصرفي لم يجد أية صعوبة في مواجهتها ، وذلك قبل بداية الأزمة في ١٩٩٧ ، واستطاع القطاع المصرفي الماليزي أن يحافظ إلى حد كبير على الحد الأدنى المطلوب من القاعدة الرأسمالية طبقا لمعايير بازل .

واتخذت الفلبين خطوات مهمة نحو تحرير نظامها المالي . ففي عام ١٩٩١ صدر قانون الاستثمار الأجنبي الذي سمح للملكية الأجنبية أن تصل إلى ١٠٠٪ من رأس المال ما عدا عددا محدودا من القطاعات التي تقتصر فيها الملكية على (٢٥٪ - ٤٠٪) أو يحرم على الاستثمار الأجنبي الدخول فيها . وفي أغسطس عام ١٩٩٢ رفعت الرقابة وكافة القيود عن المعاملات بالنقد الأجنبي سواء ما تعلق منها بالصادرات والواردات (الحساب الجاري) ، والاحتفاظ بالدولارات أو التحويلات وبيع الذهب إلى الخارج . واختفت منذ ذلك التاريخ كافة القيود والموانع على دخول أو خروج النقد الأجنبي ، وسمح للمواطنين بالاحتفاظ بودائع بالنقد الأجنبي في الخارج ، واحتفاظ المصدرين

بحصيلة صادراتهم من العملة الأجنبية بالكامل(١٠٠ ٪). وفي عام ١٩٩٤ (إبريل) أزيلت القيود أمام البنوك الأجنبية وفروعها بعد أن استمرت حوالي ٤٤ عاما . وفي عام ١٩٩٤ بلغ عدد البنوك التي تعمل بنظام الإيداع بالنقد الأجنبي ـ الذي أنشئ عام ١٩٧٦ حوالي ١٧ مصرفا (وهي التي تعمل بنظام الأوف شور) ، بالإضافة إلى بنكين أجنبيين و ٢٢ بنكا محليا تعمل بنظام الإيداع بالنقد الأجنبي ومن أجل الإقراض المحلي في الوقت ذاته. وفي عام ١٩٩٥ منحت عشرة مصارف أجنبية رخصة دخول السوق المحلية.

ويعتبر النظام المصرفي الفلبيني أكثر القطاعات المصرفية تخلفا في مجموعة دول الأزمة سواء باستخدام نسبة أصول الجهاز المصرفي إلى الناتج المحلي الإجمالي أو نسبة الكتلة النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي . وتحاول الحكومة جاهدة تحسين أدائه ، وفي يونيو ١٩٩٧ بلغت نسبة القروض غير المنتظمة ٤,٣٪ من أصول النظام المصرفي ، ارتفعت إلى نسبة ٧,٤٪ في ديسمبر ١٩٩٧ ثم إلى ٧,٤٪ في مارس ١٩٩٨ . وخلال عامي ١٩٩٤ و ١٩٩٥ تم تحرير الجهاز المصرفي وفك العديد من القيود والإجراءات على نشاطه ومنها تحديد سعر الفائدة وإرخاء القيود على الإقراض. وقد تم دمج كل من سوق مانيلا وسوق ماكافي للأسهم في سوق موحدة للأسهم هي سوق الفلبين للأسهم و ذلك في مارس ١٩٩٣ ، وقد تم تحرير هذه السوق من العديد من القيود والإجراءات وساعد على نموها برنامج الخصخصة الكبير الذي بدأ منذ عام ١٩٨٩ وتسارع إيقاعه منذ عام ١٩٩٢ . ومنذ عام ١٩٩٣ بدأ تدفق رءوس الأموال إلى الفلبين بقصد الاستثمار في سوق الأسهم .

يمثل ما سبق استعراضا سريعا للإجراءات التي اتخذت لتحرير النظام المالي ومؤسساته بما فيها حساب رأس المال لميزان المدفوعات الذي من شأنه تمهيد الطريق لتدفق رءوس الأموال الخاصة .

(هـ) الإفراط في الإقراض والاقتراض :

أشرنا في الفصل السابق عند الحديث عن عجز ميزان المدفوعات في دول الأزمة الآسيوية إلى أن حجم التدفقات الخاصة قد تصاعدت وبحدة في أعقاب إجراءات تحرير النظام المالي في هذه الدول ، فتشير بيانات معهد التمويل الدولي إلى زيادة

التدفقات الخاصة من ٤ , ٨٠ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٥ إلى ٣ , ١٠٢ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ ، ثم انخفض انخفاضا حادا في ١٩٩٧ إلى الصفر تقريبا ، ثم تحولت إلى صافي تدفق نحو الخارج قدره (-٦ , ٢٧ بليون دولار أمريكي) عام ١٩٩٨. ويشير ذات المصدر إلى أن التدفقات للاستثمار في محافظ الأسهم قد قفز من ١١ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٥ إلى ٩ , ١٣ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ ، ثم تغير اتجاه تدفق هذا الشكل من أشكال الاستثمارات بحيث أصبح صافي هذا التدفق سالبا عام ١٩٩٧ حيث بلغ (-٥ , ١ بليون دولار أمريكي)[١٢] . ومن هذه التدفقات الخاصة ، بلغت التدفقات من البنوك التجارية ٥٣ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٥ ثم قفزت إلى ٧ , ٦٢ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ ثم تغير اتجاه التدفق كلية نحو الخارج بحيث أصبح صافي هذه التدفقات عام ١٩٩٧ (-٢ , ٢١ بليون دولار أمريكي)[١٣].

وتشير بيانات صندوق النقد الدولي إلى أن المتوسط السنوي لصافي التدفقات الرأسمالية الأجنبية الخاصة إلى إندونيسيا بلغ نسبة ١ , ١٪من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٧٥ - ١٩٨٢ ، ثم قفز هذا المتوسط إلى ٦ , ٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة الثانية ١٩٨٣ - ١٩٩١ ، بينما ارتفع إلى ٨ , ٤٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٩٢ - ١٩٩٦[١٤] أما صافي الالتزامات الخارجية قصيرة المدى لإندونيسيا فقد بلغت ٤ , ١٪سنويا من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٨٣- ١٩٩١ ثم قفزت إلى ٤ , ٢٪ سنويا من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة التالية ١٩٩٢ ـ ١٩٩٦ . أما صافي التدفقات الرأسمالية الخاصة لكوريا فقد ارتفعت من متوسط سنوي بلغ (-٤ , ٠٪) من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٨٣ ـ ١٩٩١ ، إلى متوسط سنوي بلغت نسبته ٢ , ٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي . أما صافي الالتزامات الخاصة قصيرة المدى لكوريا الجنوبية فقد تصاعدت من متوسط سنوي بلغ ٦ , ٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٨٣ـ ١٩٩١ إلى متوسط سنوي بلغ ٧ , ٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٩٢ـ ١٩٩٦ .

أما ماليزيا فقد بلغ المتوسط السنوي لصافي تدفقات رءوس الأموال الخاصة فيها نسبة ١ , ٤٪من الناتج خلال الفترة ١٩٨٣ـ ١٩٩١ ، ثم ارتفعت إلى ٥ , ١٠٪من الناتج المحلي الإجمالي سنويا خلال الفترة ١٩٩٢- ١٩٩٦ ، والنسبة الكبرى من هذه التدفقات قد أخذت شكل الاستثمارات المباشرة (٥ , ٦٪ من الناتج المحلي الإجمالي

سنويا خلال الفترة ١٩٩٢ـ ١٩٩٦). أما صافي الالتزامـات الخاصة قصيرة المدى فقد بلغت سنـويا في المتـوسط ٥ , ٠ ٪ من النـاتج المحلي الإجمالي خـلال الفترة ١٩٨٣ـ ١٩٩١ ، في حين ارتفعت إلى متـوسط سنوي نسبتـه ٥ , ٣٪ من النـاتج المحلي الإجمالي خلال الفترة التالية ١٩٩٢ـ ١٩٩٦ . وقد ارتفع صافي تـدفقات رءوس الأموال الخاصة لتايلاند من متوسط سنوي بلغ ٧ , ٥٪ من النـاتـج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٨٣ـ ١٩٩١ . إلى متوسط سنوي نسبته ٨ , ٨٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة التالية ١٩٩٢ـ ١٩٩٦ .كذلك ارتفع صافي الالتزامـات قصيرة المدى من متوسط سنوي نسبته ٨ , ٢٪من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٨٣ـ ١٩٩٦ . إلى متوسط سنوي نسبته ٧ , ٤٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة التالية ١٩٩٢ـ ١٩٩٦ .

وواضح من أرقام و بيانات صندوق النقد الدولي أنه في جميع دول الأزمة ارتفع تدفق رءوس الأموال الخاصة خلال التسعينيات مقارنـة بالثمانينيات ، ولو أمكن تجزئة بيانات التسعينيـات إلى ما قبل ومـا بعد عـام ١٩٩٣ لاتضحت أيضـا الفروق الضخمـة بين معدلات التدفق السنوي . كذلك الأمر بـالنسبة لصافي الالتزامات قصيرة المدى ، فقد ارتفع فيهـا جميعا وبشكل متسق مـن سنة إلى أخـرى هـذا الشكل من أشكال التـدفق (نسبة صـافي الالتزامـات قصيرة الأجل تدخل ضمن النسب الخاصـة بتدفقـات صافي الاستثمارات الأخرى) .

ويهمنـا هنا ولأغـراض التحليل تـدفقـات الإقراض المصرفي الـدولي وهيكل آجـال استحقـاقـه والمؤسسـات التي انسـاب من خلالها . وتشير بيـانـات بنك التسـويـات الدولية[١٥] إلى أن المتـوسط السنوي لـلإقراض المصرفي الـدولي لدول الأزمـة الآسيويـة الخمس خلال الفترة ١٩٩٠ـ ١٩٩٥ قد بلغ ٢٨ بليـون دولار أمـريكي ، في حين أن المتوسط السنوي للإقراض المصرفي الدولي لدول آسيا كلها قد بلغ خلال ذات الفترة ٣٧ بليـون دولار أمـريكي ، أي أن نصيب دول الأزمـة الخمس قـد بلغ ٧ , ٧٥٪ من هذا الانسيـاب . وقد قفـز حجم الإقراض المصرفي إلى دول الأزمـة الآسيـوية الخمس عـام ١٩٩٦ إلى ٥٨ بليون دولار أمريكي ، وهو مـا يمثل زيادة نسبتها ١٠٧٪ عن المتوسط السـائد خـلال الخمس سنـوات السابقـة ١٩٩٠ـ ١٩٩٥ ، وقـد بلغ حجم الإقـراض المصرفي الـدولي لـدول الأزمة خـلال النصف الأول من عـام ١٩٩٧ : ٤٩ بليـون دولار

أمـريكي ، في حين أصبح هذا التـدفق سالبـا في كل من الربعين الثـالث والرابع لعـام ١٩٩٧ ، حيث بلغ في الربع الثالث (-٣٩ بليون دولار أمريكي) ، و في الـربع الرابع (-٩٦ بليون دولار أمريكي) . ويشير ذلك ويؤكد حجم فيضان انسحاب هذه الأموال إلى الخارج والتغير المفاجئ في اتجاه انسيابها وذلك إما نتيجـة لاستدعاء هذه القروض أو عدم مـد آجالها أو رفض تجديدهـا عند حلـول مواعيد استحقـاقها . وقد استمـر هذا التدفق السالب (الخروج) طوال عام ١٩٩٨ حيث بلـغ في النصف الأول (-٩٦ بليون دولار أمـريكي) ، بينما بلـغ في الـربعين الثـالث والرابـع من عــام ١٩٩٨ (٥٩ بليون دولار أمريكي و -٤٣ بليون دولار أمريكي) على التوالي .

ويوضح الجدول رقم (١) في الملحق الإحصـائي لهذا الفصل تطور الإقراض المصرفي الدولي إلى الدول الآسيوية الخمس وآجال استحقاق هذا الإقراض والمؤسسات المقترضة أو التي انسابت من خلالها هذه القروض . فيؤكد الانطلاق في حجم الإقراض المصرفي فيما بعد ١٩٩٤ ، ففي حال تايلاند قفز حجم الإقراض المصرفي الدولي فيما بين ١٩٩٤ و ١٩٩٦ بنسبة ٥٩٪ ، وفي إندونيسيا قفز حجـم الإقراض المصرفي الدولي بنسبة ٦٥٪ فيما بين ١٩٩٤ و ١٩٩٧ ، في حين بلغت الـزيـادة بين ١٩٩٤ و ١٩٩٦ في كوريا الجنوبية نسبة ٧٦٪ ، بينما حققت الزيادة في الإقـراض المصرفي الدولي في ماليزيا خلال الفترة ١٩٩٤ ـ ١٩٩٧ نسبة ١٠٠٪ . وحقيقـة الأمر أنـه لا تتوافـر بيانـات عن حجم تدفقـات الإقراض المصرفي لكل دولة على حدة من دول الأزمـة قبل عام ١٩٩٢ حيث تستطيع إذا تـوافرت هـذه البيـانات تأكيـد حجم القفـزة في هذه التـدفقـات بعد هـذا التاريخ . وكما أشرنا سابقا فإن البيانات المتاحة طبقا لتقرير بنك التسويات الدولية لعام ١٩٩٩ تتعلق بمجموع الدول الآسيوية الخمس فقط .

ويوضح الجدول أيضـا الأهمية النسبية القصوى التي يمثلهـا الإقراض قصير الأجل (سنة فأقل) طوال الفترة محل الدراسة ، بل اتجاهها نحو الزيادة حتى وصولها إلى الذروة تقريبا في عام ١٩٩٧ ، فباستثنـاء الفلبين وماليـزيا حيث تصل نسبـة القروض قصيرة الأجل حـوالي ٥٠٪ ، تتخطى هـذه النسبـة ٦٥٪ في أغلب بلـدان الأزمــة وفي أغلب السنوات محل الدراسة . وهذه الأهمية النسبية الكبيرة التي يمثلها الإقراض قصير الأجل إنما تعـود إلى تـوسع عمليـات تحريـر النظم الماليــة في هـذه البلـدان التـي بـدأت مع

السنوات الأولى من التسعينيات . ولا شك أن ضيق أسواق حقوق الملكية (الأسهم) والأدوات المالية ذات الدخل الثابت في هذه البلاد أدى إلى زيادة أهمية الجهاز المصرفي في توفير فرص عديدة للوساطة المالية الأجنبية .

وباستثناء كوريا الجنوبية ، التي انسابت إليها هذه الأموال من خلال المؤسسات المالية المصرفية (البنوك) حيث بلغ جملة ما تدفق إلى هذه البنوك خلال الفترة محل الدراسة ١٩٩٤ـ١٩٩٨ ما يزيد على ٦٥٪ من حجم الإقراض المصرفي الدولي خلال الفترة ١٩٩٤ـ ١٩٩٦ ثم بدأ في الانخفاض إلى ما يقرب من ٥٦٪ في المتوسط خلال الفترة ١٩٩٧ـ ١٩٩٨ . وتشير بيانات الجدول رقم (١) إلى ارتفاع نصيب المؤسسات غير المصرفية الخاصة سواء أكانت مالية أم غير مالية في حجم الإقراض المصرفي الدولي وتزايد هذا النصيب بمرور الوقت ، ففي تايلاند بلغ نصيب غير البنوك حوالي ٦٤,٨٪ في المتوسط خلال الفترة ١٩٩٤ـ١٩٩٨ ، وكذلك الحال بالنسبة لإندونيسيا و ماليزيا حيث يتخطى نصيب غير البنوك نسبة ٦٠٪ ، وهذه النسبة وإن انخفضت في الدول الأخرى نسبيا إلا أنها كانت في تزايد مستمر . هذا التغير الهيكلي في نمط التمويل من خطوط الائتمان المتبادلة بين البنوك (Interbank Lines) تجاه الإقراض المباشر إلى الوحدات غير المصرفية الخاصة إنما يعود إلى تقييد الائتمان المحلي بواسطة السلطات النقدية المحلية والشروط التي وضعتها . وعلى الرغم من ازدياد نصيب المؤسسات غير المصرفية الخاصة في إجمالي القروض المصرفية الدولية التي انسابت إلى دول الأزمة الآسيوية ، إلا أن الجدول رقم (١) يوضح أيضا أن التزامات البنوك في دول الأزمة الآسيوية الخمس بالعملة الأجنبية قد زاد زيادة كبيرة حيث قفز من ٦٤,٥ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٤ إلى ١١٥,٣ بليون دولار أمريكي في نهاية عام ١٩٩٦ ، وهي زيادة نسبتها ٧٨,٨٪ ، أضف إلى ذلك أن النسبة الكبرى من هذه القروض كانت قصيرة الأجل (سنة فأقل) . هذه حقائق يجب أخذها في الاعتبار عند تقييم وتحليل آليات الأزمة .

ويبين الجدول رقم (٢) بالملحق الإحصائي توزيع الإقراض المصرفي للدولة حسب جنسية البنك المقرض وحسب جنسية دولة المؤسسات المقترضة وذلك في نهاية عام ١٩٩٦ وهي السنة السابقة على الأزمة . ويبين الجدول أن الإقراض المصرفي الدولي

للدول الآسيوية يمثل في نهاية عام ١٩٩٦ حوالي ٩ , ٣٧٪ ، بمعنى آخر: إن انكشاف البنوك العالمية للدول الآسيويـة يمثل ٩ , ٣٧٪ من انكشافها العالمي . ويوضح الجدول أن الإقـراض المصرفي الدولي لـدول الأزمة الآسيـوية الخمس يمثل نسبـة٥ , ٦٧ ٪ من الإقراض المصرفي الدولي لدول آسيا مجتمعة ، كما يمثل نسبة ٢٥٪ من الإقراض المصرفي العالمي . وقد لعبت البنوك اليابانية الدور الرئيسي سواء بالنسبة للإقراض المصرفي للدول الآسيـوية أم الإقـراض المصرفي لدول الأزمـة الآسيويـة الخمس . فبالنسبـة للإقـراض المصرفي الدولي للدول الآسيوية يمثل إقراض البنوك اليابانية نسبة ٣ , ٣٢٪ من الإقراض المصرفي العالمي لدول آسيا ، يلي ذلك البنـوك الألمانية حيث بلغت نسبتها ٤ , ١١٪ من الإقراض المصرفي العـالمي لدول آسيا ، وجـاءت البنوك الفـرنسية والبنوك الأمـريكية في المرتبة الثالثة والـرابعة على التوالي حيث بلغت نسبتها ٣ , ١٠٪ و ٣ , ٩٪ من الإقراض المصرفي العالمي لدول آسيا على التوالي .

ويهمنا في هذا الصدد الإقراض المصرفي العالمي لدول الأزمة الآسيوية الخمس ، وكما يوضح الجدول رقم (٢) من الملحق الإحصـائي لهذا الفصل تحتل البنوك اليابانيـة مركز الصدارة في هذا الإقراض حيث بلغ نصيبها ٨ , ٣٧٪ من الإقراض المصرفي العالمي لدول الأزمة ، و تحتل البنـوك الألمانية المرتبة الثانيـة حيث تسيطر على ٣ , ١١٪ من الإقراض المصرفي الدولي لدول الأزمة الآسيوية الخمس ، يليهـا في المرتبة بنوك الولايات الأمريكية حيث يبلغ نصيبها حوالي ٥ , ١٠٪ ، بينما يبلغ نصيب البنوك الفرنسية والإنجليزية نسبة ١ , ٩ ٪و ١ , ٦٪ على التـوالي من الإقـراض المصرفي العـالمي لـدول الأزمـة الآسيـويـة الخمس . وتجدر الإشـارة هنا إلى أن نصيـب الدول الأوربيـة الثـلاث (إنجلترا و فرنسـا وألمانيا) مجتمعة يبلغ ٥ , ٢٦٪ من جملة الإقراض المصرفي الدولي لدول الأزمة الآسيويـة ، أما إذا أضفنا بقية الدول الأوربية فإن نصيب البنوك الأوربية يقفز إلى ٤ , ٣٦٪.

هـذا التوسع في الإقـراض المصرفي الـدولي إلى دول الأزمة الآسيـويـة الخمس يمكن إرجاعه إلى عدد من العوامل سبقت الإشارة إلى بعضها وهي :

١ ـ وجود سيولة عـالمية فائضة ـ نظرا لتراجع حركة النشـاط الاقتصادي خاصة في أوربا واليابان ـ تبحث عن توظيف واستخدام . ولقد ساعد الأداء الناجح للاقتصاديات الناشئة الآسيويـة وارتفاع ترتيب جدارتها الائتمانية حسب ترتيب مـؤسسات تقدير

الجدارة الائتمانية العالمية جعلها مركزا جاذبا للاستثمار ، أضف إلى هذا وجود هامش لا بأس به فوق سعر الفائدة العالمي (ليبور) يمثل دخلا لهذه البنوك العالمية دون الدخول في مخاطر كبيرة . وقد ساعد على تدفق هذه القروض من خلال المصارف المحلية أو المؤسسات المالية غير المصرفية وجود قناعة ضمنية لدى المؤسسات الدولية بوجود التزام من جانب الحكومات والسلطات النقدية المحلية بالتدخل لإنقاذ المؤسسات المالية المصرفية وغيرها في حالة فشلها . وكان الإقراض قصير الأجل (سنة فأقل) وهو الذي يحتل النصيب الأكبر من الإقراض المصرفي الدولي (حوالي ٧٠٪) ، هو النمط الذي فضلته البنوك الدولية نظرا لتلاؤمه مع طبيعة أصول هذه البنوك كما أنها أكثر اتساقا مع آجال استحقاق أموالها (ودائعها) وبالتالي لا تثير مشكلة عدم التوافق أو عدم الاتساق بين آجال استحقاق أصول وخصوم البنوك الدولية وهي المشكلة المعروفة باسم (Mismatching) .

٢ ـ لعبت البنوك اليابانية دورا مهما في تضخم عمليات الإقراض المصرفي لهذه البلدان حيث تحتل البنوك اليابانية النسبة الكبرى من هذا الإقراض . فقد ترتب على انفجار بالون أسعار الأصول (المالية والعقارية) وانهيار سوق الأصول بالتبعية في أوائل سنوات التسعينيات في اليابان و دخول اليابان في دورة انكماشية طويلة إن وجدت البنوك اليابانية نفسها محملة بأعباء أصول غير منتظمة (ديون مشكوك فيها) . وتحاول دائما البنوك التي تتدنى مستوى ملاءمتها القيام بمخاطر كبيرة غير محسوبة إلا إذا أعادت تكوين قاعدتها الرأسمالية ، أو اندمجت مع بنوك أخرى ، أو أشهرت إفلاسها . وبدلا من اللجوء إلى أحد هذه البدائل ساعدت الحكومة اليابانية البنوك على شطب هذه الديون تدريجيا مع منحها فرصة لتحقيق الأرباح من خلال معدل منخفض للفائدة والهروب من الضرائب في حالة إعلان عن الخسائر.
وقد تزامن مع ذلك زيادة الادخار في اليابان واختلال العلاقة بين الادخار والاستثمار لصالح الأولى نظرا لتراجع حجم ومعدل نمو النشاط الاقتصادي . وقد استقرت هذه المدخرات في بيتها الطبيعي وهي البنوك . ولا يمكن في ظل هذه الأوضاع أن تقف البنوك مكتوفة الأيدي ، إذ عليها أن تقرض، فلا يمكن أن تبقى مواردها دون استخدام ، ومن هنا حاولت البنوك اليابانية البحث عن مجالات جديدة ذات عائد ومخاطر مرتفعة وذلك من خلال الإقراض الدولي خاصة لدول

جنوب شرق آسيا . أضف إلى ذلك ارتفاع سعر صرف الين أمام الدولار خلال عام ١٩٩٤ ـ ٩٩٥ مما أدى إلى انخفاض سعر صرف العملات الآسيوية أمام الين نظرا لارتباطها بالدولار ، وهو ما دفع برأس المال الياباني بالاتجاه نحو مواقع ذات مقدرة تنافسية أكبر في آسيا . ويمكن القول إن هـذا الاتجاه قد بدأ منذ النصف الثاني من الثمانينيات مع اتجاه سعر صرف الدولار نحو الهبوط وارتفاع سعر صرف الين الياباني. وهكذا وجدت البنوك والمؤسسات الإنتاجية اليابانية نفسها قادرة على الاقتراض من السوق المحلي والسوق الدولي بتكلفة منخفضة (بسعر فائدة منخفض) ، وبدأت هذه البنوك في إقراض بنوك ومؤسسات دول جنوب شرق آسيا قروضا قصيرة الأجل بسعر فائدة مرتفع نسبيا ، وذلك على افتراض بقاء سعر صرف العملة المحلية ثابتا ومرتبطا بالدولار ، وهكذا حققت البنوك اليابانية مكسبا متمثلا في فروق أسعار الفائدة من ناحية وفي العملة من ناحية أخرى حينما انخفض سعر صرف الين أمام الدولار الأمريكي بعد عام ١٩٩٥ . وهناك سبب آخر دفع البنوك اليابانية إلى هذا الإقراض المكثف إلى دول جنوب شرق آسيا وهو الرغبة في تحسين نوعية الأصول لدى المصارف اليابانية نتيجة لازدحام محافظها الائتمانية بكم متزايد من الأصول غير المنتظمة .

٣ - كذلك اتجهت البنوك الأوربية نحو الإقراض بكثافة إلى دول جنوب شرق آسيا خاصة بعد الأزمة المكسيكية عام ١٩٩٤ـ١٩٩٥ . .وقد وصل نصيب إقراض البنوك الأوربية حوالي ٣٦,٤٪ من إقراض البنوك العالمية إلى تلك المجموعة من الدول ، كما أشرنا سابقا .

٤ - بعد تحرير النظام المالي في دول جنوب شرق آسيا وكوريا وبما يتضمنه ذلك من تحرير لحساب رأس المال أصبح في إمكان وحدات قطاع الأعمال سواء أكانت صناعية أم تجارية الاقتراض بالعملة الأجنبية من البنوك الدولية مباشرة . وقد شجعها على ذلك الفروق الكبيرة بين سعر فائدة الاقتراض بالعملة الأجنبية ، وسعر الفائدة السائد محليا . ولعل أحد العوامل المهمة والمساعدة على تشجيع الإقراض بالعملة الأجنبية هو افتراض غياب مخاطر أسعار الصرف نظرا للقناعة الضمنية باستمرار نظام سعر الصرف الثابت المرتبط بالدولار . وتجدر الإشارة هنا إلى أن توافر القدرة

وبسهولـة لـدى وحـدات قطـاع الأعمال بهذه الـدول على الاقتراض من الخارج (وبـالعملة الأجنبيـة) وبسعـر فائدة يقل كثيرا عن سعـر نـدرة رأس المال محليا قـد ساعـد على الإسراف في استخدام رأس المال ، وعلى اختيار المشروعـات كثيفة رأس المال ، وعلى جدوى مشروعات استثمارية ما كـان يمكن تحقيق جدواها استنادا إلى أسعـار رأس المال المحلية . ولعل ذلك أحـد العـوامل المهمـة التي ساعـدت على الإفراط في الاستثمار وظهور الطاقات العـاطلة ومن ثم تراجع العائد على رأس المال في العديد من القطاعات والمشروعات .

ولا يمكن أن تكتمل الصورة دون أن نعرج في هـذا المقام على توسع الائتمان المصرفي كإحـدى السمات المميزة لنشـاط الجهـاز المصرفي والمالي قبل انفجـار الأزمة ، وفي هـذا الصدد يجري العرف على الاستناد إلى مؤشرين مهمين ألا وهما الائتمان المصرفي المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي ، ومعدل النمو السنـوي للائتمان المحلي . ويوضح الجدولان رقم (٣) ورقم (٤) هذين المؤشرين . ويؤكد الجدول الثـالث أنه في جميع دول الأزمة الخمس بلا استثناء كانت نسبـة الائتمان المصرفي إلى الناتج المحلي الإجمالي في زيادة مستمرة وهي زيادة لا تأخـذ الشكل المتدرج ولكنها تأخذ شكل الطفـرات ، وذلك على عكس هذا المؤشر في الـولايـات المتحدة منـذ بـدايـة الثمانينيـات ــ قبـل ذلك ــ وحتى منتصف التسعينيات ، إذ يكـاد يكون التحرك في هـذا المؤشر هامشيـا ومحدودا . و تتخطى نسبة الائتمان المصرفي إلى الناتج المحلي الإجمالي في بعض هذه الدول ـ ماليزيا و تايلاند ـ نسبة الولايات المتحدة الأمـريكية . ويشير الجدول رقم (٤) إلى تـزايد معدل الزيـادة (النمو) السنوي للإقراض للقطـاع الخاص ، أي المطالب على القطاع الخاص ، وهي معدلات مرتفعة للغـاية وتتخطى مستوى ٢٠٪ ، و ٣٠٪ وفي بعض الأحيـان ٤٠٪ في بعض السنوات وفي بعض البلاد الآسيوية . و تشير العديد من الدراسات حول تاريخ أزمات الصرف الأجنبي من ناحية وأزمات المصارف من ناحية أخرى إلى أن هذه الأزمات تكون في العادة ودائما مسبوقة بتوسع كبير وغير مبرر في الائتمان المصرفي للقطاع الخاص[١٦].

ويـرى الكثيرون أن هـذا المؤشر (معدل نمـو الإقـراض للقطـاع الخاص) هـو من أهم المؤشرات الدالة على هشاشة النظام المصرفي وضعفه الهيكلي خاصة إذا كان المؤشر يقيس معـدل نمو نسبـة الإقـراض إلى النـاتج المحلي الإجمالي . ذلك أنه في ظل هـذا التـوسع السريع في الإقـراض لابد وأن تتـدهور نـوعيـة القروض المصرفيـة بشكل واضح بحيث

يتحول جزء كبير منها إلى ديون غير منتظمة أو مشكوك فيها . هذا التوسع في إقراض القطاع الخاص لم يكن فقط راجعا إلى سهولة الاقتراض من الخارج بسعر فائدة منخفض (في حالة البنوك والمؤسسات المالية) والإقراض في الداخل بسعر فائدة مرتفع، بل دفع إليه أيضا وجود هامش لا بأس به بين تكلفة الأموال المحلية (الفائدة على الودائع وصناديق التوفير والادخار) فائدة الإقراض المحلي ، ففي تايلاند عام ١٩٩٦ مثلا بلغت الفائدة على الودائع لأجل لمدة سنة ٨٪ في حين كانت ٥٪ على حسابات الادخار بينما بلغ الحد الأدنى لفائدة الإقراض ١٣,٢٥٪ ، وكذلك الحد الأدنى لفائدة السحب على المكشوف ١٣,٢٥٪ . ومن ناحية أخرى ساعد على هذا التوسع في الإقراض التراخي في الالتزام بجدوى المشروع أو مراعاة الحصافة أو اتباع قواعد الحيطة والحذر في تقدير المخاطر . من ناحية أخرى لعبت الحكومة دورا مهما في هذا الصدد حيث شجعت البنوك ودفعتها بالحوافز تارة وبالضغوط تارة أخرى نحو الإقراض لقطاعات محددة ترغب في تحقيق التوسع فيها . هذا النظام القائم على الاستثمار الموجه من جانب الحكومة بطريق غير مباشر يستند كما سبق لنا القول على الثالوث الأساسي وهو البنوك والحكومة ووحدات قطاع الأعمال ، هذا النظام القائم على التشابك المتبادل بين هذه الأطراف الثلاثة أصبح يعرف الآن باسم الرأسمالية الآسيوية أو رأسمالية المحسوبة "Crony Capitalism"، ولا شك في أن مصلحة كل طرف من هذه الأطراف في التوسع في الائتمان [١٧] واضحة والعائد من هذا التوسع ظاهر لكل طرف من أطراف هذا الثالوث . فالحكومة رغبة منها في استمرار تحقيق معدلات مرتفعة للنمو (لأسباب سياسية واقتصادية داخلية وخارجية) عليها أن تدفع وتضغط من أجل استمرار معدلات الاستثمار عند مستويات مرتفعة ، هذا بجانب تحقيق أهدافها الاستراتيجية التي ترمي إلى توسع قطاعات أو أنشطة معينة . من ناحية أخرى فإن الدخول في مجال التصدير بهدف السيطرة على حصة من السوق العالمي يستدعي أحجاما ضخمة من الاستثمارات يصعب تمويلها ذاتيا من قطاع الأعمال . والبنوك من ناحية أخرى تحقق أهدافها بفتح مجالات لتوظيف أموالها وتحقيق مستويات الأرباح التي تنشدها وهي على يقين أن الحكومة سوف تتدخل في الوقت اللازم للإنقاذ عند حدوث الأزمة ـ وهو أمر ستعود إليه فيما بعد . وقطاع الأعمال من جهة يحقق هو الآخر أهدافه بتوفير الأموال اللازمة لبناء وتوسع طاقاته الإنتاجية وهو لا يرى مشكلة في استخدام هذه الطاقات طالما استمرت معدلات النمو المرتفعة للطلب المحلي في التحقق .

وكانت خـلاصة عمليات الاقتراض السابقـة من الداخل والخارج هي ذلك الهيكل من المديـونيـة لـوحـدات قطـاع الأعمال الـذي يشير إليـه الجدول رقـم (٥) بـالملحق الإحصائي . ففي إنـدونيسيا تبلغ المديونية قصيرة المدى بالعملـة الأجنبية ٥ , ٢٠ ٪ من إجمالي مديونية الشركات عام١٩٩٦ في حين تبلغ المديونية قصيرة المدى بـالعملة المحلية ٤ , ٣١ ٪ من إجمالي مديونية الشركات . أما المديونية طويلة المدى بالعملة الأجنبية فقد بلغت ٦ , ١٩ ٪ من إجمالي المديـونية ، في حين أن مثيلتهـا بـالعملـة المحلية قـد بلغت ٥ر٢٨٪ من إجمالي مديونية الشركات . أما في تايلاند وكوريا فقد بلغت المديونية قصيرة المدى بالعملة الأجنبية لشركات قطاع الأعمال الخاص ٦ , ٢٩ ٪ و ٤ , ٢٩ ٪ على التوالي في حين تبلغ مديـونية هذه الشركات بـالعملة المحلية ٣٢ ٪ و ٧ , ٢٧ ٪ على التوالي من إجمالي مديونيـة هذه الشركات . وتبلغ المديونية طويلـة المدى بالعملة الأجنبية ١٢ ٪ من إجمالي مديونية الشركات في تايلاند عام ١٩٩٦ ، في حين تصل هذه النسبة إلى ١٧ ٪ في حالة كوريا . أما المديونية طويلة المدى بالعملة المحلية فقد بلغت ١ , ٢٦ ٪ و ٨ , ٢٥ ٪ في كل من تايلاند وكوريا على التوالي من إجمالي مديونية هذه الشركات عام ١٩٩٦.

(و) النتائج المترتبة على الإفراط في الإقراض :

تـرتب على التـوسع في الإقـراض للقطاع الخاص من جـانب المؤسسـات المصرفيـة والمؤسسـات المالية غير المصرفيـة ، بجـانب توسـع اقتراض وحدات قطـاع الأعمال من الخارج مبـاشرة الإفـراط في الاستثمار وظهـور الطـاقات العـاطلـة وتـراجع العـائد على الاستثمار في العديد من القطاعات ، كما تسبب ذلـك في تضخم أسعار الأصول خاصة الأصول العقاريـة مما أدى في النهاية إلى انفجار بـالون أسعار هذه الأصـول وانهيارها ، وقد انعكس ذلك كله سلبا على الجهـاز المصرفي في شكل زيادة الأصول غير المنتظمة في المحافظ الائتمانية للمـؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية وهـو ما يعكس تدني إدارة المخـاطـر وحسـابها في هـذه المؤسسـات بجـانب التراخي في الحفـاظ على الحد الأدنى المطلوب من مـؤشرات سلامة الجهاز المصرفي كالقـاعدة الرأسمالية ونسـب السيولة . . إلـخ ، وسوف نتنـاول هذه القضـايا الـواحد تلـو الآخر تحت عنـوانين أساسيين الأول : الطاقة العاطلة وتراجع العائد على الاستثمار، والثاني : مظاهر الضعف الهيكلية في إدارة الجهاز المالي (المصرفي وغير المصرفي) .

(و ـ ١) الطاقة العاطلة وتراجع العائد على الاستثمار :

أدت سهولة الحصول على الائتمان سواء في الداخل أو من الخارج إلى ظاهرة الإفراط في الاستثمار . ولقد تعرضنا إلى هذه الظاهرة سابقا عند مناقشة عجز ميزان المدفوعات ، باعتبار أن الاختلال بين الادخار والاستثمار هو الوجه الآخر لعجز ميزان المدفوعات الجاري ، وقد رأينا أنه على الرغم من معدلات الادخار العالية التي اتسمت بها دول الأزمة الآسيوية فإن معدلات الاستثمار التي حققتها هذه المجموعة من الدول فاقت بكثير هذه المعدلات المرتفعة للادخار . وهكذا ترتب على سهولة الحصول على الائتمان توسع كبير في الاستثمار ، وقد حدث هذا التوسع في قطاعات وصلت إلى حد التشبع مما ترتب عليه تراجع العائد على الاستثمار فيها . وقد أدت سهولة الحصول على الائتمان المحلي والأجنبي بالعديد من التجمعات الصناعية الكبيرة في كوريا والمعروفة باسم «تشاي بول» إلى التوسع في الاستثمار وبمعدلات غير مسبوقة ، لقد كان أحد الأهداف الرئيسية للتشاي بول ـ وكان في ذلك مدعوما من الحكومة ـ هو التوسع في الاستثمار بهدف السيطرة على النصيب الأكبر من السوق دون اعتبار للربحية ، إذ كان النمو والسيطرة على السوق هو الهدف وليس العائد والربحية . كذلك في بعض الأحيان تم التوسع في الاستثمار وفي أنشطة تخرج عن نطاق التخصص الأساسي أو الرئيسي للتشاي بول مما أدى بهذه التجمعات إلى الخروج عن مجالات إنتاجها الأساسية التي عرفت بها ، وهو ما أدى إلى انخفاض كفاءتها في هذه المجالات الجديدة . ولقد أشرنا سابقا إلى نتيجة هذا التوسع الاستثماري للتشاي بول في كوريا الجنوبية عن طريق اللجوء إلى الاقتراض المصرفي أو الاقتراض من المؤسسات المالية غير المصرفية (مثل شركات الأموال) الذي أدى إلى ارتفاع نسبة المديونية إلى حقوق المساهمين في هذه التجمعات وأدى ببعضها إلى عدم القدرة على الوفاء بالتزاماته فأفلس ثلاثة «تشاي بول» خلال الفترة من ١٩٩١ حتى ١٩٩٦ ، كما أفلس سبعة من أكبر ثلاثين «تشاي بول» في النصف الأول من عام ١٩٩٧ في كوريا الجنوبية . ولقد توجهت الاستثمارات في بلدان الأزمة كما ذكرنا من قبل إلى عدد من القطاعات الخدمية المحلية التي لا تدخل منتجاتها في مجال التجارة الدولية (Non-Tradeables) مما أدى إلى توسع الطاقة الإنتاجية في هذه القطاعات وتراجع كفاءة الاستثمار بها ، كما توسعت بعض القطاعات الصناعية المشمولة بالحماية مثل قطاع البتروكيماويات في إندونيسيا وماليزيا وتايلاند ، كما اتجهت الاستثمارات إلى

قطاعـات كانت تعـاني وقتها من طـاقة إنتاجيـة عاطلـة مثل قطاع أشبـاه الموصلات ، الحديد الصلب ، وصناعات السفن والسيـارات في كوريا . وأحد المؤشرات التي يجري الاستناد إليها لقياس انخفاض كفاءة الاستثمار نتيجة للإفراط فيه في قطاعات معينة هو معامل رأس المال للناتج الحدي(ICOR) والذي يقيـس نسبة الاستثمارات إلى التغير في الإنتاج في فترة معينة ، وذلك على أساس أن ارتفاع هذا المعامل ـ ما لم يكن الأمر راجعا إلى التحـول تجاه هيكل إنتـاجي كثيف رأس المال أو تغير جـذري في الفنون الإنتـاجيـة المستخدمة ـ يشير إلى انخفاض الإنتاج بالنسبة للاستثمار ، بمعنى آخر فإن ارتفاع هذا المعامل يعني بالضرورة انخفـاض مقلوبه وهو معـامل إنتاجية الاستثمار . وتشير بعض الـدراسـات إلى أن معـامل رأس المال للنـاتج الحدي قـد تضـاعف في كل من كـوريـا وتايـلاند فيما بين ١٩٩١ و ١٩٩٥[١٨] . ويشير تقريـر بنك التسويات الدوليـة لعام ١٩٩٨ إلى انخفـاض العـائد على الاستثمار في القطـاعـات التي اتسمت بـالإفـراط في الاستثمار فيها ، إذ ارتفع فيها هذا المعامل أي انخفض مقلوب أو معكوس هذا المعامل وهي الإنتاجيـة الحدية لـلاستثمار ، ويشير إليها التقريـر باعتبارهـا معدل نمـو الناتج الحقيقي مقسـومـا على معـدل الاستثمار (نسبـة الاستثمار إلى النـاتج المحلي الإجمالي) . وهكذا انخفضت الإنتاجية الحدية للاستثمار من متوسط ٩ , ٣٢٪ خلال الفترة ١٩٨٦ـ ١٩٩٠ إلى متـوسط ٢ , ٢٠٪ خـلال الفترة ١٩٩١ـ١٩٩٦في كـوريـا الجنوبيـة ، كما انخفضت من متـوسط نسبته ١ , ٢٥٪ خلال الفترة ١٩٨٦ ــ ١٩٩٦ إلى متوسط بلغ نسبته ١ , ٢٢٪ خلال الفترة ١٩٩١ ـ ١٩٩٦ في ماليزيا ، أما في تايلاند فقد انخفض معـامل إنتـاجية رأس المال من متوسط نسبته ٦ , ٣٢٪ خـلال الفترة١٩٨٦ ـ ١٩٩٦ إلى متوسط نسبته٦ , ١٩٪ خـلال الفترة ١٩٩١ ـ ١٩٩٦ ، وانخفـض في الفـلبين من ٥ , ٢٠٪خلال الفترة الأولى ١٩٨٦ـ ١٩٩٠ إلى ٢ , ١٢٪خلال الفترة الثانية ١٩٩١ - ١٩٩٦[١٩]، أما إندونيسيا فكانت الاستثنـاء حيث تشير البيانات إلى ارتفاع هذا المؤشر في الفترة الثانيـة مقارنة بالفترة الأولى . وتـؤكد بيانـات أخرى متاحة هـذه النتائج حيث تشير إلى ارتفاع معـامل رأس المال للناتج الحدي في كـوريا من متـوسط ٨ , ٣٪ خلال الفترة ١٩٨٧ ـ ١٩٩٢ إلى متوسط بلغ ٩ , ٤٪ خلال الفترة ١٩٩٣ ـ ١٩٩٦ ، في حين ارتفع في مـاليزيا من متـوسط ٧ , ٣٪ خـلال الفـترة ١٩٨٧ـ ١٩٩٢ إلى متـوسط بلغ ٨ , ٤٪خـلال الفترة التـالية ١٩٩٣ـ ١٩٩٦ ، بينما ارتفع في تايـلاند من ٤ , ٣٪ خلال

الفترة الأولى ١٩٨٧ ـ ١٩٩٢ إلى ١,٥٪ خلال الفترة الثانية ١٩٩٣ـ ١٩٩٦ . ويشير هـذا المصـدر إلى انخفـاض هـذا المعـامل انخفـاضـا هـامشيـا في كل من إنـدونيسيـا والفلبين[٢٠].

ويهمنا في ظـاهرة الإفراط في الاستثمار قطـاع العقار حيث نما هذا القطـاع بمعدلات متسارعـة وكان مركـز جذب متـزايد لرءوس الأمـوال والاستثمارات ، فخلال الفترة من ١٩٩٢ ـ ١٩٩٦ زادت القيمة المضـافة الحقيقية في قطـاع العقار بمعدل سنـوي نسبته ١١٪حيث ارتفع نصيبه في النـاتج المحلي الإجمالي من ٥,١٢٪ إلى ١٤٪، وخلال هذه الفترة زاد معدل الشواغر (الأماكن الخاليـة) في المساكن الإدارية والمكاتب إلى ١٥٪ عام ١٩٩٦ . وكذلك الأمر في إنـدونيسيا حيث حقق كل من قطاع العقـار والبناء والتشييد معدلا سنويا للنمو بلغ ١٣٪خلال الفترة ١٩٩١ـ١٩٩٦ ، حيث زاد نصيبه في الناتج المحلي الإجمالي من ٥,٩٪ إلى ٥,١٠٪ ، في حين كان معدل النمو المتحقـق في ماليزيا ١٤٪سنويا خلال الفترة ١٩٩٣ـ ١٩٩٧ . ولقد ترتب على تحرير النظام المالي وفك قيود حـركته و إجـراءاته أنـه أصبح في استطـاعة عـدد كبير من البنوك الصغيرة قليلـة الخبرة والتجربـة وبعض شركات الأموال الحصول على قـروض مصرفية دولية وبسهولـة كما بينا سابقـا ، وقد استخدم جـزء كبير من هذه القـروض المصرفية الدوليـة في تمويل النشاط العقـاري بجانب الاستثمار في الأصـول المالية خـاصـة الأسهم ، وهكذا اتسعت نسبـة القروض العقارية في المحفظة الائتمانية للبنوك التجـارية ، وهو أمر خطير للغاية حيث ينطوي على عدم اتسـاق أو توافق بين آجال استحقاق خصوم هـذه البنوك والمؤسسات الماليـة وأصولها ، فقـد استخـدمت القروض المصرفيـة الـدولية قصيرة الأجل والأمـوال المحلية قصيرة الأجل (الودائع) لتمويل نشاط استثماري طويل الأجل (العقار) وهو أمر كانت له سلبيـاته العديدة حينما وقعت الأزمة . وتجدر الإشـارة أن جزءا لا بأس به من رءوس الأمـوال الأجنبيـة قـد تـدفق في شكل شراء أوراق مـاليـة وتجاريـة قصيرة الأجل أصـدرتها المؤسسات الماليـة غير المصرفية مثل شركـات الأموال ولقـد استخدمت هـذه الأموال لتمـويل شراء الأصول العقارية والماليـة كالأسهم . وقد وصلت نسبـة القروض العقارية إلى ٢٠٪ من إجمالي الإقراض للقطـاع الخاص في إندونيسيا ١٩٩٦ ، كذلك بلغ نصيب الإقراض لقطاع العقار حوالي ١٨٪ من إجمالي الإقراض للقطاع الخاص في ماليزيا ، في حين بلغت النسبة ٢٥٪ في تايلاند[٢١] . وتشير دراسات وتقديرات بعض



البنوك العالمية أن نسبة القروض العقارية إلى إجمالي القروض في الجهاز المصرفي (نهاية عام ١٩٩٧) قد تراوحت بين ٢٥٪ إلى ٣٠٪ في إندونيسيا ، ٣٠٪ إلى ٤٠٪ في ماليزيا ، ١٥٪ إلى ٢٠٪ في الفلبين ، ١٠٪ إلى ١٥٪ في كوريا ، بينما تراوحت بين ٣٠٪ إلى ٤٠٪ في تايلاند[٢٢] وهي جميعا نسب مرتفعة للغاية . هذا في حين أن نسبة القرض إلى قيمة الضمان العقاري قد تراوحت بين ٨٠٪ ـ ١٠٠٪ في كل من إندونيسيا وماليزيا، و ٧٠٪ إلى ٨٠ ٪ في الفلبين ، و ٦٠ ٪ إلى ١٠٠٪ في كوريا ، و ٨٠ ٪ إلى ١٠٠٪ في تايلاند[٢٣] . والبيانات السابقة تتعلق بالإقراض لقطاع العقار من القطاع المصرفي وليس البنوك التجارية وحدها ؛ ذلك أن أموال البنوك التجارية هي بطبيعتها أموال قصيرة الأجل . ذلك أن نسبة انكشاف البنوك التجارية على قطاع العقار تمثل مؤشرا مهما على احتمالات انهيار هذه المؤسسات في مواجهة أي أزمة طارئة لسوق العقار . وقد ساعد توسع الائتمان لكل من أنشطة العقار وشراء الأسهم على حدوث ارتفاع حاد في أسعار الأصول العقارية والمالية . وقد شجع ارتفاع قيم هذه الأصول البنوك على مزيد من الإقراض نظرا لأن قيم ضمانات هذه القروض في تزايد مستمر . وهكذا تضخمت محافظ البنوك وشركات الأموال بضمانات عقارية بجانب الأسهم. ولا شك في أن هذا وضع يتسم بالخطورة لكل من المقرض والمقترض في حالة انخفاض هذه الأسعار لأنه سيؤدي إلى تراجع حاد في قيم ضمانات القروض .

والمشكلة في سوق العقار ، أنه كسوق الأسهم ، يؤدي الانسحاب الصغير منه إلى آثار كبيرة على الأسعار مما يترتب عليه تعرض الجهاز المصرفي لمخاطر كبيرة ، وهي نوع المخاطر التي تدفع المودعين إلى سحب ودائعهم . وحينما انهار سوق العقار في تايلاند انتقلت آثاره وبسرعة إلى القطاع المالي، ومن ثم إلى سوق الصرف الأجنبي ، ذلك أن الدائنين أو المستثمرين الأجانب أيقنوا أن المقترضين المحليين لن يستطيعوا تحمل أعباء خدمة قروضهم قصيرة الأجل ، وحينما بدا في الأفق أن سعر صرف البات سائر نحو الانخفاض حاولت كل من الشركات المحلية والأجنبية بيع البات مقابل الدولار ، والمشكلة في سوق العقار أيضا أن العقار يمثل الضمان لأغلب القروض المصرفية ، وأن الحفاظ على قيمة هذه الضمانات ــ إن لم يكن زيادتها ـ يتطلب ضرورة ضخ كمية من الأموال إلى سوق العقار سنويا ، وهو ما يتطلب التوسع في الائتمان العقاري . وقد بدأ الانهيار الأول في سوق العقار في تايلاند عام ١٩٩٥ ، ولما كانت بيانات أسعار الأراضي

والعقارات غير متاحة بشكل يسمح بالتحليل السليم ، فقد وقع اختيارنا على أسعار أسهم الشركات العقارية في سوق تايلاند للأسهم . فقد انخفض مؤشر أسعار أسهم الشركات العقارية عام ١٩٩٥ بنسبة ٤ , ٢٠٪ ، ثم فقدت هذه الأسهم ٤٥٪ من قيمتها عام ١٩٩٦ ، وكان الانهيار حادا عام ١٩٩٧ حيث انخفضت أسعار أسهم الشركات العقارية بنسبة ٧ , ٨١٪مقارنة بعام ١٩٩٦ ، في حين بلغ الانخفاض حوالي ٩٠٪مقارنة بمستوى عام ١٩٩٥ (٢٤). ولا شك في أن هذا الانخفاض يعني انخفاض القيم السوقية لهذه الشركات العقارية .

أما في كوريا فقد تراجع سوق العقار بدءا من عام ١٩٩٥ حيث انخفض مؤشر أسعار أسهم الشركات العقارية بنسبة ٣ , ٢٧٪ مقارنة بعام ١٩٩٤حيث وصل إلى ذروته، ثم فقد المؤشر حوالي ٣١٪ من قيمته عام ١٩٩٦ ، وكان الانهيار حادا عام ١٩٩٧ حيث بلغ الانخفاض في مؤشر أسعار الأسهم العقارية ٦٥٪مقارنة بمستوى عام ١٩٩٦ ، في حين وصل الانخفاض إلى ٧٦٪ و ٨٣٪مقارنة بمستوى عام ١٩٩٥ وعام ١٩٩٤ على التوالي . أما إندونيسيا فكان انهيار سوق العقار حادا عام ١٩٩٧، ذلك أن مؤشر أسهم الشركات العقارية حقق زيادة نسبتها ٧ , ٤٣٪ عام ١٩٩٦، في حين بلغ الانخفاض عام ١٩٩٧ نسبة ٥٠٪(٢٥) .

وقد ترتب على تراجع سوق العقار بدءا من عام ١٩٩٥ في أغلب بلدان الأزمة الآسيوية قبل حدوث انهيارها الكامل في النصف الثاني من عام ١٩٩٧ ظهور العديد من الديون غير المنتظمة والمشكوك فيها في المحافظ الائتمانية للجهاز المالي سواء أكانت مصارف أم مؤسسات مالية غير مصرفية . هذا بجانب اختلال التوازن بين آجال استحقاق كل من الأصول والخصوم خاصة للبنوك التجارية والشركات المالية ، أضف إلى ذلك أن تسارع معدلات نمو الائتمان للقطاع الخاص مع التراخي في اتباع قواعد الحيطة والحذر في حساب جدوى المشروعات أو مخاطر الاستثمار أدى إلى ظهور نسبة لا بأس بها من الديون غير المنتظمة في المحافظ الائتمانية للبنوك وشركات الأموال وذلك قبل انفجار الأزمة، بحيث ترتب على انفجار الأزمة وما ترتب عليها من انهيار أسعار الصرف وأسعار الأصول المالية والعقارية وارتفاع أسعار الفائدة إلى زيادة نسبة هذه الأصول غير المنتظمة مما وضع النظام المالي والمصرفي بصورة خاصة في هذه البلاد على شفا الانهيار وهو الموضوع الذي سوف ننتقل إليه الآن .

(و ـ ٢) مظاهر الضعف الهيكلي في النظام المصرفي :

لا تعتبر مظاهر الضعف الهيكلي التي يتسم بها النظام المصرفي والمالي في دول الأزمة إحدى نتائج الأزمة الآسيوية ، بل أحد أسبابها والعوامل التي ساعدت على تفاقمها ، ولقد كشفت الأزمة عن هذه السلبيات الكامنة في أعماق النظام المصرفي ، ولقد سبق لنا الإشارة إلى بعض مظاهر ضعف هذا النظام نذكر منها على سبيل المثال اثنين هما الاعتماد الكبير على القروض الخارجية قصيرة المدى ، والثاني هو الإفراط الزائد والمتسارع في منح الائتمان المصرفي . ويتسم النظام المصرفي في هذه الدول بضعف الرقابة الداخلية والخارجية ، وتخلف إجراءاته ولوائحه ، وغياب الالتزام بالقواعد والأعراف المصرفية المتعارف عليها في إدارة وحساب المخاطر . وقد استندنا هنا إلى مؤشرين يعبران عن هذه الحزمة من مظاهر الرخاوة أو الضعف الهيكلي ألا وهما نسبة القروض غير المنتظمة إلى جملة الأصول أو إلى جملة القروض ، ونسبة كفاية رأس المال ، فالمؤشر الأول يترجم مدى كفاءة الرقابة الداخلية وكفاءة إدارة المخاطر واتباع قواعد الحيطة والحصافة في حساب المخاطر وتقديرها ، في حين أن المؤشر الثاني يترجم قدرة المؤسسة وكفاءتها في استيعاب الصدمات بتكوين وسادة كبيرة أو خط دفاع أول قادر على امتصاص هذه الصدمات الخارجية ، وكلا المؤشرين يرتبط بالآخر برباط متين بحيث يصب كل منهما في الآخر .

وقد ترتب على تراجع العائد على الاستثمار في بعض القطاعات وتراجع أسعار الأصول بشكل حاد قبل انفجار الأزمة إلى تدهور الأصول المصرفية ، ففي منتصف عام ١٩٩٦ وصلت الأصول غير المنتظمة للبنوك التجارية في تايلاند إلى حوالي ٨٪ من رصيد قروض هذه البنوك [٢٦] (وهي بنوك تتلقى ٦٨,٤٪ من ودائع القطاع العائلي وتوفر ما نسبته ٦٨,٥٪ من الائتمان الإجمالي[٢٧])، في حين تصل نسبة الأصول غير المنتظمة في المؤسسات المالية غير المصرفية ـ مثل شركات الأموال ـ إلى أعلى من ذلك بكثير ولا شك أن نسبة ٨٪ المشار إليها سابقا هي المتوسط بمعنى أن هناك عددا كبيرا من المصارف تزيد فيه النسبة عن ٨٪ . وحتى يمكن تفهم مدى ارتفاع هذه النسبة نذكر أن الولايات المتحدة الأمريكية تصل فيها النسبة إلى ٪ [٢٨] وقد بلغت هذه النسبة إلى ٤٪ في الثمانينيات إبان أزمة بنوك الإقراض والادخار (S&L) ، وفي إندونيسيا بلغت نسبة القروض غير المنتظمة حوالي ١٠٪ من إجمالي القروض في نهاية عام ١٩٩٦ . وفي

ماليـزيا إبان الأزمة المصرفية في الثمانينيات (١٩٨٥) وصلت نسبة القروض غير المنتظمة إلى ٣٥٪ من إجمالي القروض ثم عادت إلى الانخفاض لتصل إلى ٤٪.

ويثير حسـاب القـروض أو الأصـول غير المنتظمة مشكـلات متعلقـة بـالتعـريف والتصنيف حول مـا يدخل وما لا يدخل في تعـريف الأصول غير المنتظمة وهو أمـر له أهميته أيضا في السياسة المصرفية من أجـل تكوين المخصصات اللازمة لهذه القروض ، وتختلف التعاريف والتصنيفات من دولة لأخـرى ، فبعضها يوسع في التعريف في حين يقوم البعض الآخر بتضييـق التعريف . ففي تايلاند على سبيـل المثال تصنف القروض غير المنتظمة (المتعثـرة) إلى ثلاثة : (١) دون المستوى(*) وهي التي يعـاني المقترض فيها من صعوبـة في السداد . وفي بعض البلاد يـدخل في تعريف دون المستـوى من يتوقف عن خدمة الدين (دفع الفوائد) مدة ٦٠ يوما ، وفي بعض البلاد الأخرى ـ وهي العرف المعتـاد في المصارف ـــ تحـــدد القـروض دون المستوى بتلك التي يتـوقف أصحـابها عن خدمتهـا أكثر من ثـلاثة شهـور ، أو ما بين ٩٠ إلى ١٨٠ يـوما (٢) النوع الثـاني هو القروض المشكـوك فيها (صافية الضمان) بمعنى التي لا يمكن تحصيل الفـرق بين قيمة القرض وقيمة الضمان ، ويعرف البعض الآخر الأصول المشكوك فيها بأنها القروض التي يتم التوقف عن خدمتها من ١٨٠ يوما إلى ٣٦٥ يوما (٣) أما النوع الثالث فهو القروض (السيئة Bad) غير القابلة للتحصيل وهـو تعريف واضح لا حاجة لشرحـه ، ويعرفه البعض بأنه القروض التي يتوقف أصحابها عن خـدمتها ما يزيد على ٣٦٥ يوم. وهذه التعاريف من الأهمية بمكان، ليس فقط لتحـديد كم الأصول غير المنتظمة ولكن أيضا لتحديد المخصصـات . ففي بعض البلاد لا توجد مخصصات للنوع الأول مثل تـايلاند قبل يوليو ١٩٩٧ ولكن الآن على البنوك في تايلاند أن تضع لهذا النوع مخصصات حوالي ١٥٪ وتصل النسبـة إلى ٢٠٪ في حـالـة الشركـات الماليـة ، وأصبح لابـد من وضع مخصصات قدرها ١٠٠٪ في حالة النوع الثاني. كذلك يثير تاريخ حساب القروض غير المنتظمة ونسبتها إلى جملة الأصـول أهمية بالغة . ذلك أن حساب هـذه النسبة بعد وقوع الأزمة في يوليو ١٩٩٧ قد يضخم من حجم القروض غير المنتظمة ولا يعكس بالضرورة مدى كفاءة إدارة المؤسسات المالية ولا مدى خطورة الوضع قبل انفجار الأزمة .

* Substandard.

ويوضح الجدول رقم (٦) بالملحق الإحصائي نسبة القروض غير المنتظمة إلى أصول الجهاز المصرفي من مصدرين اثنين . وتشير هذه البيانات إلى ارتفاع هذه النسبة في دول الأزمة وهو ارتفاع كان من شأنه أن ينبه السلطات النقدية والرقابية ويستدعي تدخلها ، ففي أغلب دول الأزمة تخطت النسبة مستوى ١٠٪ ، وحتى نسبة ٧,٥٪ في ماليزيا طبقا لأحد التقديرين تعتبر مرتفعة فالأعراف المصرفية مستقرة حول أن نسبة ٣٪ في حالة الديون غير المنتظمة لابد وأن يبدأ عندها القلق وعلى المؤسسة المالية التي تصل فيها النسبة إلى هذا المستوى مراجعة حساباتها وأسلوب تقدير وإدارة مخاطرها ، وإذا وصلت النسبة إلى ٥٪ فإن ذلك يستدعي ضرورة تدخل السلطات النقدية والرقابية لدراسة الأسباب وبحث سبل العلاج . فما بالنا وقد وصلت النسبة إلى ١٦٪ في كوريا و١٥٪في تايلاند طبقا لأحد التقديرات ، وإذا قارنا هذه النسب بتلك السائدة في هونج كونج وسنغافورة والولايات المتحدة لتبينا مدى ارتفاعها . والسؤال الذي يثور في الذهن الآن هو : هل كانت هذه المعلومات متاحة للسلطات النقدية ؟ وهل كانت هذه المعلومات معروفة للبنوك الأجنبية التي قدمت القروض وفتحت خطوط الائتمان للمصارف المحلية ؟ أم أن هذه المعلومات تكشفت عند حدوث الانهيار أو بعد انفجار الأزمة ؟ ففي تايلاند التي ترتفع فيها نسبة الأصول المتعثرة كان هناك عدة إنذارات قبل حدوث الأزمة ، فقد حاول البنك المركزي التايلاندي إنقاذ بنك بانكوك التجاري B.B.C في منتصف عام ١٩٩٦ ، الذي شهد موجات كبيرة لسحب ودائعه ، وقد حاولت مؤسسة تنمية المؤسسات المالية(*) FIDF إعادة تكوين القاعدة الرأسمالية للبنك وشراء أصوله المتعثرة بهدف إعادة تأهيله ، كذلك كانت هناك بوادر انهيار شركة «فاينانس ون» أكبر الشركات المالية التايلاندية ، فقد أجبرت الشركة نتيجة لتزايد قروضها المتعثرة إلى الدخول في مفاوضات الاندماج في مارس عام ١٩٩٧ مع بنك تجاري متوسط هو بنك TBD، ولكن انهارت المفاوضات بين الطرفين في مايو عام ١٩٩٧.

أما إذا نظرنا إلى بيانات القاعدة الرأسمالية كما يشير إليها الجدول فنجد أن البيانات تشير إلى حد أدنى وحد أعلى تراوحت بينهما نسبة القاعدة الرأسمالية وهي نسبة حقوق الملكية (رأس المال + الاحتياطي) إلى الأصول مرجحة بالمخاطر . ذلك أنه باستثناء الفلبين نجد أن النسب منخفضة للغاية ، ففي كوريا وتايلاند نجد أن نسبة ٦,٦٪ وهي السائدة تقل كثيرا عن الحد الأدنى لتعليمات بازل وهي ٨٪(٢٩) . وتمثل القاعدة

الرأسمالية الوسادة الضرورية لتلقي الصدمات ومواجهة الخسائر الناجمة عن تدني نوعية الأصول . والسؤال الثاني الذي يطرح نفسه أيضا هو : هل كانت هذه النسب الخاصة بالقاعدة الرأسمالية متاحة ومعروفة لدى جهات الرقابة الداخلية ؟ وهل كانت معروفة لدى البنوك الدولية المقرضة ؟

ولا نستطيع هنا - حيث لا يسمح المجال بذلك ـ الدخول في تفاصيل لتحليل الجهاز المصرفي في دول الأزمة الآسيوية الخمس . وقد اخترنا هنا القطاع المصرفي في كوريا الجنوبية باعتبارها أكبر اقتصاد ضمن مجموعة هذه الدول ولضخامة حجم الجهاز المصرفي بها ولعمق مشاكله ، ولتوافر البيانات عنها وعن تايلاند بشكل تفصيلي . ويشير الجدول رقم (٧) بالملحق الإحصائي إلى نسب كل من القروض غير المنتظمة وكفاية رأس المال ، ويبدو من الجدول مدى ارتفاع نسبة القروض غير المنتظمة التي تعدت في بعض الحالات ١٠٪ ، وفي بعضها ١٥٪ ، في حين تعدت ٢٠٪ في أحد البنوك . وتتراوح النسبة من ٨٪ إلى ١٠٪ في أغلب هذه البنوك ، وهي نسبة مازالت مرتفعة حسب المعايير الدولية التي سبقت الإشارة إليها ، كما يبدو من الجدول مدى تدني نسبة الكفاءة الرأسمالية(**) (نسبة القاعدة الرأسمالية إلى جملة الأصول مرجحة بالمخاطر) ففي بعضها تقل عن ١٪ وفي البعض الآخر تصل إلى رقم سالب ، وفي عدد منها تقل عن ٦٪ ، وفي البعض الآخر تقل عن ٨٪ . وحقيقة الأمر أن نسبة ٨٪ وهي الحد الأدنى المطلوب طبقا لمعيار بنك التسويات الدولية (معيار بازل) أو حتى نسبة ١٠٪ لا تعتبر كافية ، وإذا كانت هذه النسبة تمثل الحد الأدنى المطلوب إلا أنها معرضة للانخفاض وبسرعة في مواجهة أي صدمة خارجية تؤثر في ربحية البنك أو في نوعية أصوله ، ويؤكد هذه الحقيقة أن متوسط نسبة الكفاءة الرأسمالية للبنوك في كل من هونج كونج وسنغافورة تتراوح بين ١٥٪ و ٢٠٪ في الأولى، و ١٨٪و ٢٢٪ في الثانية ، وهو ما يعني وجود عدد من البنوك تتمتع بقاعدة رأسمالية تفوق هذا المتوسط . ولقد قام مكتب الرقابة على البنوك(**) (OBS) في كوريا بعدد من التصنيفات ، التصنيف الأول منها هو البنوك التي تقل فيها نسبة الكفاءة الرأسمالية عن ٦٪ فقد وضعها المكتب في فصيلة «أوامر تحسين الإدارة» وهي بنوك دونج وا (٣٤, ٥٪)، دونجنام (٥٤ , ٤٪)، ودايدونج

---

* Financial Institutions Development Fund.

** Capital Adequacy Ratio.

(٩٨ , ٢٪ . .) إلخ . وهذه البنـوك الستة تخضع للتعليمات والأوامر التـالية : (١)منع تـوسع النشاط بتـاتا (٢) ضرورة تغيير الإدارة العليا ، وتقليص حجـم النشاط الحالي؛ (٣) الدخـول في دمج أو استملاك إذا لم يتحسن مستوى الأداء (٤) تجميد الاستثمار في الأصول الثابتـة وزيادة القاعدة الرأسمالية ، تغيير مـدقق الحسابات الخارجي . . إلخ . أما البنوك الستـة التي تتراوح فيها نسبة الكفـاءة الرأسمالية بين ٦٪ و ٨٪ فتدخل تحت فئـة «نصـائح تحسين الإدارة» وهي بنـوك سي . إش . ب (٥ , ٦٪) ، وبنك هـانيل (٩ , ٦٪)، و ك . إى . ب . (٧٩ , ٦٪ . .) إلخ ، وتخضع هـذه البنـوك للتـالي : (١) تغير الإدارة المسئـولـة (٢) وقف صرف العـائد على الأسهم (٣) إغـلاق الفـروع غير المربحـة (٤) الحصـول على إذن للـدخـول في أي نشـاط جـديـد أو تـوسعـة لنشـاط قائم[٣٠]، ولقد كـان أحد المطالب المهمة لاتفـاق إنقاذ صندوق النقد الـدولي هو تغيير مراقبي الحسـابات للبنـوك وضرورة لجوء البنوك الكـورية إلى مـراقبي حسـابات خـارج كوريا .

ويشير الجدول رقم (٨) إلى نسبـة الأصـول غير المنتظمـة وكـذلك نسبـة الكفـاءة الرأسماليـة في بعض البنوك في تايلانـد وليست كلها ، ويبدو واضحـا من الجدول عدد من الأمور المهمة هي :

أولا : ارتفاع نسبة الأصول غير المنتظمة في محافظ البنوك التجـارية التايلاندية واتجاهها نحو الارتفاع الشديـد بمرور الوقت فيما بين ٣٠ يونيو عام ١٩٩٧ أي يومين أو ثلاثـة قبل حـدوث الأزمة و ٣١ ديسمبر عـام ١٩٩٧ حيث تضاعفـت نسبة الديـون غير المنتظمة في أغلب البنوك ، وبلغت حـوالي ثلاثة إلى أربعـة أضعاف بعد مـرور عام على الأزمـة في ٣٠ يونيو عام١٩٩٨ . ويعني ذلك أن الأزمـة ساعدت على تحول العديد من القروض المنتظمة إلى قروض غير منتظمة ، ويعود ذلك بشكل واضح إلى أن انخفاض سعر صرف العملـة (البات) أدى إلى زيادة أعبـاء سداد العـديد من الـديون بـالعملـة الأجنبية خـاصة بـالنسبة للشركـات ووحـدات قطـاع الأعمال التي لم تتـوق في مقابل هـذه القـروض ، أي لم تأخـذ الخطوات الكـافية لتأمين وجـود العملة الأجنبيـة في ميعاد السداد . كـذلك فإن ارتفاع أسعار الفائدة بجـانب تخفيض سعر الصرف زاد من أعباء السداد وجعل العديد من الوحـدات الإنتاجية تتوقف عن الوفاء بالتزامـاتها . من نـاحية أخرى

فإن البنـوك تحت ضغوط الـذعر وعـدم الثقـة ترددت في منح الائتمان للعمـلاء لتشغيل وحداتهم الإنتـاجية ومن ثم الاستمرار في الإنتاج والـوفاء بالتزاماتهـم ، وذلك لعـدم قيام هـذه الشركات بسـداد ديونها السـابقة وخـوفا من تحول هـذه القـروض الجديدة إلى قـروض غير منتظمـة وخوفـا من تـردد البنوك الأجنبيـة في استمـرار منح خطـوط الائتمان للبنـوك المحليـة . كما تـرتب على الانكماش في الطلب المحلي النـاجم عن الأزمـة إخـلال العديـد من وحـدات قطـاع الأعمال بالوفاء بالتزاماتها .

ثانيا : البنوك الحكومية أو الخاضعـة لسيطرة الحكومة في تايلانـد هي أسوأ أنواع البنوك حالا . فالبنوك الحكومية السبع الواردة في الجدول لا تتميز بارتفاع نسبة الأصول غير المنتظمة في محافظها الائتمانية ولكن بارتفاع هذه النسبة بمرور الوقت ارتفاعا غير مسبوق في تاريخ الأزمـات المصرفية حيث وصل في ديسمبر عام ١٩٩٧ إلى ٤٥٪ و ٥٥٪ في بعض البنـوك وتعدى نسبـة ٦٠٪و ٧٠٪بعـد مرور عـام على الأزمة في بعض البنـوك . ولاشك في أن هذا مؤشر مهم على تراخي هـذه البنوك وتسيبها في منح الائتمان وغياب قواعد الحيطة والحذر لديها في حساب المخاطر، هـذا بجـانب أنها لابـد وأن تكـون قـد استخـدمت كأداة لتـوجيـه الاستثمارات لقطاعات وأنشطة معينة على حسـاب البعض الآخر ، حيث كانت هذه البنوك أداة لرأسمالية المحاباة أو المحسوبية .

ثالثا : انخفاض مؤشر الكفـاءة الرأسمالية طبقا لمعيـار بنك التسويات الـدولية بصورة عامة وبالنسبة للبنوك الحكومية بصورة خاصة التي وصلت في بعضها إلى الصفر أو إلى رقم سالب . ليس غريبا أن تعجز هـذه البنوك عن الصمود في وجه الأزمة نظرا لضعف خطـوط الدفاع لديها متمثلة في القـاعدة الرأسمالية ، وليـس غريبا لـذلك أن تتعالى صيحـات المؤسسـات الدوليـة بضرورة تصفيـة البعض و دمج واستملاك البعض الآخر مع بنوك أكثر كفاءة وأكبر حجما .

أشرنا فيما سبق إلى بعض نـواحي الضعف الهيكلي في الجهاز المالي والمصرفي في بعض دول الأزمة الآسيوية ، وكيف أدت نـواحي الضعف تلك إلى هشاشة الجهاز المصرفي في مواجهة الأزمـة ، ولم يكن بالتالي قادرا على التـلاؤم مع التغيير السريع والمفاجئ في اتجاه

انسياب رءوس الأموال قصيرة المدى خاصة القروض المصرفية التي تمثل النسبة الكبرى من هذا التدفق . وقد ركزنا بصورة أساسية على نسبة الديون غير المنتظمة وعلى كفاءة القاعدة الرأسمالية ، وهناك العديد من المؤشرات الأخرى التي تنسجم مع هذين المؤشرين مثل مؤشري الربحية والعائد على رأس المال[٣١].. إلخ . ونحاول فيما يلي أن نؤكد على بعض النقاط المهمة التي ربما نكون قد أشرنا إليها في عجالة من قبل ولكنها تحتاج إلى بعض التأكيد وهي :

أولا : أن القروض المصرفية الدولية التي انسابت إلى الجهاز المصرفي وهي قروض قصيرة الأجل قد استخدمت لتمويل شراء أصول محلية طويلة الأجل مثل العقار أو لتمويل مشروعات محلية طويلة الأجل أو حتى شراء أسهم . وقد خلق ذلك كما أشرنا سابقا عدم توافق أو عدم اتساق (Mismatching) بين آجال استحقاق كل من أصول وخصوم الجهاز المصرفي وهو أمر على جانب كبير من الخطورة وينطوي على آثار سلبية مهمة . وتظهر هذه الخطورة حينما يرغب الدائنون (البنوك الدولية) في عدم تجديد قروضهم أو مد آجال هذه القروض Roll-Over، وهو ما حدث بالفعل . كما كان عدم التوافق أيضا واضحا بين الأصول والخصوم من حيث العملة المقوم بها الأصل أو الخصم (الموجودات والمطلوبات) . ولقد حدثت محاولات عديدة لمواجهة مشكلة هيمنة القروض قصيرة المدى في تركيبة مديونية وحدات قطاع الأعمال ، فقد لجأت وحدات قطاع الأعمال إلى إصدار السندات خاصة عام ١٩٩٦ والنصف الأول من عام ١٩٩٧ خاصة حينما ضاق هامش الفائدة على قروض الأسواق الناشئة ، إلا أن بعض هذه السندات الدولية تضمنت شروطا (مثل أن تصبح قابلة للسداد بإخطار في مدة زمنية قصيرة إذا انخفض ترتيب الجدارة للمقترض عن درجة «استثمار») جعلت منها مديونية قصيرة المدى وقت الأزمة . كما تضمن العديد من عقود القروض (متوسطة وطويلة المدى) شروطا متشابهة للمقرض تجعل من حقه طلب السداد خلال فترات محددة في أثناء عقد القرض . بمعنى آخر: إن الفروق بين القروض قصيرة المدى وطويلة المدى قد اختلت .

ثانيا : أن كثيرا من الذين اقترضوا بالعملة الأجنبية سواء مباشرة من الخارج أو من خلال ائتمان الجهاز المصرفي لم يقوموا بالتوخي أو التحوط تجاه هذه القروض بالعملة

الأجنبيـة ، أي اتخاذ الإجراءات والـوسـائل التي من شأنها ضمان وجود العملـة الأجنبيـة لدى المقترض في ميعـاد السـداد خـاصة من خـلال السـوق الآجل أو الأسـواق المستقبليـة . ومن الأمـور التي سـاعـدت على هـذا الإهمال والتراخي الإيمان باستمرار فـاعلية نظام سعر الصرف الثـابت المرتبطة بالـدولار . وبالتالي حينما انهارت العملة (البـات على سبيل المثال) وبدأ سعر صرف العملـة المحلية في التراجع ، حاول العديد من الوحدات الإنتاجية في قطاع الأعمال التوخي تجاه قروضهم بالعملـة الأجنبية ، فكانت النتيجة تسارعهم نحـو بيع العملة الأجنبية (البات مثـلا) وشراء الدولار ، ممـا دفع بعجلة الانهيـار أسرع . ومن الأمور التي أسرعت وعمقت من الأزمة ما تمثل في تزامن سلوكين في ذات الوقت ، الأول هو محاولة تسييـل بعض الأصول طـويلة الأجل ، والثـاني هو محاولة تحويـل العملة المحلية (مثل البات) إلى الدولار .

ثالثا : نتيجة للأداء الاقتصـادي المتميز لهذه البلاد عبر فترة ممتدة من الـزمن تصاعدت ثقة المستثمرين في الاستثمار في هذه الأسواق ، ولقد ساعد على ذلك أداء أسواق الأصول في هذه البلاد سواء الأصول المالية أو الأصول العقارية ، ومن هنا دخل العديد من المستثمرين الأجانب إلى سـوق الأصول المحلية (وبالعملة المحلية) ، وقد ترتـب على انتعاش سوق الأصول المحلية أن صنـاديق الاستثمار المحلية مثل صناديق المعاشات وصناديق شركات التأمين قد اقتصرت استثماراتها على الأصول المحليـة الآسيويـة ، وذلك في جميع بلـدان الأزمـة ، بمعنى آخر: إن صنـاديق الاستثمار اتسمت بأحادية التوجـه الآسيوي ، فلم تتضمن أية تنوع في استثماراتها من حيث الموقع أو الجنسية ، ذلك أن تنوع المحفظـة الاستثمارية سواء من حيث الأداة أو التنـوع الجغرافي أو التنـوع من حيث العملـة المقوم بها الأداة من الأمـور المهمـة في تقليل المخـاطر . ولم يكن هـذا هـو الحال سـواء بالنسبـة لصنـاديق الاستثمار المحلية (مثل المعاشات والتأمين) أو المستثمـرين الأفراد سواء الأجانب أو المواطنين . وقد كـان ذلك أحد أهـم أسباب تفـاقم الأزمة حينما انفجر بـالون أسعار الأصول وبدأ التراجع الحاد في أسواقها .

رابعا : يلعب مثلث انهيـار أسعـار الأصـول أو أزمـة البنـوك ، والانكماش أو التراخي الاقتصـادي دورا مهما في إحكام الأزمـة ، و تمثل هـذه العنـاصر أطراف حلقـة

مفرغة عاشت داخلها دول الأزمة بحيث لم تستطع الفكاك منها . فانهيار أسعار الأسهم أدى إلى تحمل البنوك بأعباء خسارة غير محققة ، كما أن إخلال بعض رجال التنمية العقارية بالوفاء بالتزاماتهم أدى إلى وجود عقارات غير قابلة للبيع في حوزة البنوك ، ومشكلة العقار أنه يستخدم كضمان للعديد من القروض ، وبالتالي فإن تراجع أسعاره يؤدي إلى انهيار قيم ضمانات البنوك . وإذا حاولت البنوك منح ائتمان لمستثمري العقار بقصد الحفاظ على قيمته فإن من شأن هذا التصرف أن يؤدي إلى تفاقم المشكلة مستقبلا . وقد أدى انهيار أسعار الأصول إلى تردد البنوك في منح الائتمان حتى للمقترضين من الدرجة الأولى ، وهو ما ساعد على انكماش حركة النشاط الاقتصادي والطلب المحلي ، وهذا الانكماش بدوره يدفع إلى تراجع أسعار الأصول و إلى زيادة حجم القروض غير المنتظمة في محافظ البنوك . ويرتبط بهذه المشكلة قضية «شح الائتمان Credit Crunch » التي أشارت إليها العديد من الكتابات في أثناء الأزمة الآسيوية أي صعوبة الحصول على الائتمان ، بمعنى أن يصبح الائتمان المصرفي غير متاح عند مستوى سعر الفائدة السائد . وقد ترددت البنوك في منح الائتمان نتيجة لانهيار أسعار الأصول من ناحية وزيادة الأصول غير المنتظمة لديها من ناحية أخرى ، وذلك خوفا من قيام مؤسسات ترتيب الجدارة الائتمانية بتخفيض ترتيبها مما يؤدي إلى تردد البنوك الدولية في مد خطوط الائتمان إليها أو سحب الخطوط المقدمة فعلا . هذا الذعر أدى بالبنوك إلى التردد أحيانا أو التوقف أحيانا أخرى عن منح الائتمان حتى بالنسبة للمقترضين المتميزين من وحدات قطاع الأعمال ، والتي كان من الممكن أن يساعد الائتمان على تشغيل خطوط إنتاجهم وبالتالي زيادة قدرتهم على السداد . فبعض المقترضين الذين أخلوا بالتزاماتهم نتيجة لظروف خارجة عن إرادتهم وتحولت قروضهم إلى قروض غير منتظمة ، كان من الممكن أن تتحسن أوضاعهم لو أصبح الائتمان المصرفي متاحا لديهم ، ولكن تردد البنوك حال دون تحقق ذلك ، ولعل ذلك من الأسباب التي ساعدت على الإسراع بوتائر الانكماش الاقتصادي ومن ثم زيادة حدة أزمة المصارف .

خامسا : لقد تحمل عبء أزمة الجهاز المصرفي في الدول الآسيوية المال العام ، ولكن لايمكن تحديد حجم هذا العبء حتى اليوم حيث تختلف التقديرات من شهر

لآخـر . وليست هـذه هي الأزمـة المصرفيـة الأولى ، ولا هي المرة الأولى التي يتحمل فيها المال العـام أزمة البنوك الخاصة . ففي التسعينيـات واجهت البنوك اليـابانيـة أزمة حـادة متمثلة في نسبـة عاليـة من القروض غير المنتظمـة أدت إلى تدخل الـدولة عدة مـرات وبجرعات مختلفـة لإنقاذ الجهاز المصرفي لعل آخـرها كان في أكتوبـر عام ١٩٩٨ ، حينما تحملت الموازنة العـامة عبء برنـامج إنقاذ للبنوك اليابانية بلغ ٥٢٠ بليون دولار أمريكي (٦٠ ترليون ين يـاباني) . ومنذ حدوث الأزمة الماليـة الآسيوية وانكشاف رخـاوة الجهاز المصرفي باعتباره عـاملا مهما في الأزمة ، بـدأت الدراسـات والبحوث حـول الأزمات المصرفيـة السابقـة وتـاريخها والأسبـاب التي أدت إليهـا ودوافعها والمتغيرات المحـددة لها . وتحاول هذه الـدراسات تتبع سلوك المتغيرات الإجماليـة (كالنـاتج المحلي الإجمالي ومعدل نموه ، الاستثمارات الإجماليـة ، الادخار ، توازن الميزان الخارجي ، سلـوك سعر الصرف . . . إلخ) ، وكذلك سلوك بعض المتغيرات الجزئيـة (سواء على مستوى القطاع أو مستـوى المؤسسات المصرفية) قبـل انفجار الأزمة المصرفيـة بفترة زمنية طويلة ، بهدف التعـرف على سلوك هذه المتغيرات واتجاهاتها قبـل الأزمة ودرجة تغير هذا الاتجاه أو السلـوك ، ومتى يحدث هذا التغير قبل الأزمـة وذلك بهدف بناء نظام لـلإنذار المبكر (Early Warning System) يمكن بواسطتـه توقع حـدوث الأزمة المصرفيـة قبل وقـوعهـا عن طريق تتبـع سلوك المتغيرات الكليـة والجزئية المكونة لنظام الإنذار المبكر ، بل يمكن أيضا تحديد ميقات وقوعها[٣٢].

هـذا الاهتمام الحديث والمكثف بالأزمـات المصرفية إنما يعـود إلى الآثار السلبيـة العديدة التي تتركها هذه الأزمات على الاقتصاد الـوطني ، فالأزمة المصرفية تؤثر سلبـا في سهـولة انسيـاب الائتمان إلى كل من القطـاع العـائلي وقطـاع الأعمال ، وتـؤدي إلى تـراجع كل من الاستهـلاك والاستثمار ومن ثم الطلب المحلي ، وقـد تؤدي في بعض الأحيان إلى إفلاس العديد من وحدات قطاع الأعمال الناجحة ، كذلك تؤثر الأزمـة المصرفية في أداء نظام المدفوعات Payment System ، كما تـؤدي إلى انخفاض الادخـار عن طـريق التأثير في ثقـة المواطنين في مؤسسـات الجهـاز المصرفي ، كما ينتج عنهـا هروب رءوس الأمـوال . ويفـرق الكثيرون بين الأزمـة المصرفية العـاديـة التي قـد تهتز فيهـا قـدرة بعض المصـارف عن الوفـاء

بالتزامـاتها وتتأثر ملاءتها نتيجة لـزيادة الأصول غير المنتظمة ممـا يؤدي إلى تآكل قاعدتها الرأسمالية ، وبين الأزمة المصرفية المنظومية Sytemic Banking Crisis حيث تصيب النظـام المصرفي برمتـه بالشلل الكـامل(٣٣) وتدفع حتى بـالبنوك السليمة إلى إقفال أبوابها .

والأزمات المصرفيـة ليست ظاهـرة حديثـة ، بل تعود إلى القرن التـاسع عشر ، ومن أشهرهـا الأزمة التي حدثت إبـان الأزمة العالمية في الثـلاثينيات ١٩٢٩ ـ ١٩٣٢ والتي تحملت الموازنـة الأمريكيـة عبء مواجهتهـا حيث بلغت تكلفة إنقـاذ المصارف حـوالي ٣,٣ بليـون دولار أمـريكي ، وهـو مـا يمثل في ذلك الـوقت ٣,٤٪ من النـاتج المحلي الإجمالي الأمريكي(٣٤) . كذلك توضح الدراسات أن الأزمـة الآسيوية المالية والمصرفية لم تكن الأولى من نـوعها ، فهـونج كونج واجهت أزمتين مصرفيتين الأولى عـام ١٩٨٢ ـ ١٩٨٣ والثانية عـام ١٩٨٣ ـ ١٩٨٦ حيث انهارت سبع مصارف بجـانب مؤسسات ماليـة أخرى مما ترتب عليـه إفلاس وتصفية البعض ودمج واستمـلاك البعض الآخر ، وواجهت كـوريا الجنـوبية أزمـة مصرفية حـادة عـام ١٩٨٥ ، وواجهت ماليـزيا أزمـة مصرفية كبيرة عام ١٩٨٥ ـ ١٩٨٨ حدث فيها تكالب العملاء على سحب ودائعهم من بعض البنوك والمؤسسات المالية ووصول نسبة الديون غير المنتظمة إلى ٣٠٪ من المحفظة الائتمانية للبنوك ، وواجهت سنغافورة أزمـة مصرفية عام ١٩٨٢ ، وكذلك الحال في كل من تـايلانـد وتايوان حيـث انفجرت الأزمـة المصرفية واستمـرت في الأولى خلال الفترة ١٩٨٣ ـ ١٩٨٧ ، وفي الثانية عام ١٩٨٣ ـ ١٩٨٤(٣٥).

وتؤكد كـافة الدراسات أنه في جميع الأزمات المصرفيـة تحمل المال العام عبء عملية الإنقاذ (إنقاذ البنوك) ، تلا ذلك بناء نظـام للسداد يحدد قواعد وإجراءات السداد من جـانب المدينين . ففي الولايـات المتحدة في الثمانينيـات وعلى وجه الخصـوص ١٩٨٤ ـ ١٩٩١ في أثناء أزمة ما يعرف بمؤسسات (بنوك) الإقراض والادخار (S & L) تحملت الحكومة الفيدرالية حوالي ١٣٤ بليون دولار لإنقـاذ هذه المؤسسات وهـو ما يتراوح بين ٥/ إلى ٧٪ من الناتج المحلي الإجمالي ، كما تحملت اليابان خـلال التسعينيات ما يقارب ٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي كأعبـاء على الموازنة العامـة ، وفي السويد في أثنـاء الأزمة المصرفية ١٩٩١ ــ ١٩٩٣ بلغ برنامج الإنقاذ الـذي تحملته المالية العامـة ٥٪ من الناتج

المحلي الإجمالي السويـدي ، وتحمل المال العام ما يقـارب ٨٪ ـ ١٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي كبرنامج إنقـاذ للبنوك النـرويجية في أثناء أزمتهـا في الفترة ١٩٨٨ ـ ١٩٩١ ، وفي شيلي في أثناء الأزمة المصرفية ١٩٨١ - ١٩٨٥ بلغ ما تحمله المال العام ١٩٪ ـ ٤١٪ من الناتج المحلي الإجمالي ، في حين تحمل المال العام في إسبـانيا مقابل برنـامج إنقاذ البنوك ١٥٪ ـ ١٧٪ مـن الناتج المحلي الإجمالي خـلال الفترة ١٩٧٧ ـ ١٩٨٥ . وخلال أزمة المكسيك ١٩٩٤ ـ ١٩٩٥ بلغ بـرنامج إنقاذ البنـوك ما يساوي ١٢٪ ـ ١٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي[٣٦].

وليس غريبا أنه في آسيا تحمل المال العام أيضا (الدولة) أعباء أخطاء القطاع الخاص وسوء إدارتـه ، حتى برنـامج الإنقاذ الـدولي الذي يمثل دينا على الحكـومات أو ديـونا مضمونة من الحكومات ، انساب في النهـاية إلى الجهاز المصرفي الذي استخدمه لسداد ديون البنوك الأوربية والأمريكية واليابانية قصيرة المدى .

سادسا :لعب توافر السيولة الدولية لهذه الدول والأنظمة المالية دورا مهما في تفاقم الأزمة وزيادة حـدتها ، وهو أمر سوف نـرجئ الحديث عنه للفصل القادم عنـد تناول العوامل التي أدت إلى استفحال الأزمة[٣٧].

هوامش الفصل الخامس

١ ـ بيانات النظام المالي في دول الأزمة الآسيوية مأخوذة من
IMF, "World Economic Outlook", October 1998, Table 3.6, P92
EIU. "Country Profile 1998-1997 For Indonesia, Korea, Thailand, Malysia انظر أيضا

٢ـ Debt to Equity ratio

٣ـ انظر في هذا
IMF, "World Economic Outlook", October 1998, Table 3.4 P. 90 See also, R. Wade & F. Venrosa "The High Debt Model VS The Wallstreet - Treasury - IMF Complex. The Russel Sage Foundation, March 1998.

٤ـ Asian Development Bank, "Asian Development Outlook 1999", The financial crisis in Asia , Table 1.4, P. 27.

٥ـ انظر أيضا IMF, World Economic Outlook Oct. 1998, Table 3.9, P. 94.

٦ـ G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini, "What Caused the Asian Currency & Financial Crisis?" Part I, Macro-Economic review, NBER Working paper No. 68 33, December 1998, P.14.

٧ـ Ibid, Statistical Appendix, Table (7)

٨ـ A. Greenspan, "The Globalization of Finance", The CATO Journal, Vol. 17, No.3.

٩ـ Bangkok International Banking Facilities.

١٠ـ London Inter-Bank Offered Rate

١١ـ Lender of Last Resort Facility

١٢ IIF, "Capital Flows to Emerging Markets", Washington, April 1999, Table a 31, P.3 .

١٣ـ Ibid, P.3

١٤ـ IMF, "World Economic Outlook", Washington, October 1998, P91, Table 3.5.

١٥ـ BIS, "69th Annual Report" Basle June 1999, Chapter 3, P. 34, Table III-3 .

١٦ـ G. Kaminsky, S.Lizondo, C. M. Reinhart, "Leading Indicators of currency

crises". IMF Staff papers Vol. 45, No. I, March 1998, and A. DemirGuc - Kurk & E. Deteraciache, "The Determinants of Banking Crises in Developing & Developed Countries, IMF Staff Papers, Vol. 45, No.I, March 1998.

١٧ - R. Wade "From Miracle to Meltdown: Uulnerabilities, Moral Hazard, Panic, and Debt deflation in The Asian Crises", 1st June 1998, "Asia Crisis 3 doc", draft P. 11.

١٨ - IMF, "World Economic Outlook", October 1998, P. 85.

١٩ - BIS, "68th Annual Report, April 1997- March 1998", Basle June 1998, P. 35.

٢٠ - G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini, "What Caused The Asian Crises" opcit, Part I, Table 6, Statistical Appendix.

ويشير هذا المرجع إلى J. P. Morgan باعتباره مصدر البيانات

٢١ - IMF, "World Economic Outlook" October 1998, P. 87.

٢٢ - J. P. Morgan, "Asian Financial Markets", First October 1998, Jan 16th 1998, Singapore, P. 7.

٢٣ - . Ibid, P. 7.

٢٤ - هـذه البيانـات مأخوذة من Hali. J. Edison, P. Luangaram, and M. Millir "Asset Rubles, Domino Effects and 'Lifeboats': Elements of the East Asian Crises". Board of the Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion papers, No. 606, March 1998, P. 4, Table 1.

وتشير دراسة أخـرى عن الأرقام القيـاسية لأسعار قطـاع العقار في أسـواق الأسهـم أن الرقم القياسي لأسعار أسهم قطاع العقـار في إندونيسيا انخفض عام ١٩٩٥ بنسبة ٢٠٪ومن ثم عاود الارتفاع عام ١٩٩٦ بنسبة ٢٧,٦٪، ثم كان الإنهيار عام ١٩٩٧ حيث انخفض مؤشر الأسعار بنسبة ٧٢٪. وقد بدأ الانخفاض في مؤشر أسعار أسهم قطاع العقار في ماليزيا عام ١٩٩٤ بنسبة ٣٥٪ ، ثم عاود الانخفاض في عام ١٩٩٥ بنسبة ١٧٪، وقد حقق ارتفاعا ملحوظا عام ١٩٩٦ حيث ارتفع بنسبة ٤٧,٧ ٪ ، وكان الانهيـار حادا عـام ١٩٩٧ حيث بلغ تـراجع المؤشر حوالي ٧٨,٦٪ . وفي تايلانـد تراجع مؤشر أسعار قطاع العقـار في سوق الأسهـم عام ١٩٩٤ وإن كان تراجعا ضعيفـا واستمر التراجع حتى عام ١٩٩٦ ، ولكن كان التراجـع عام ١٩٩٧ حادا حيث بلغ ٩٣٪مقارنة بانخفاض نسبته ٥٠٪عام ١٩٩٦ ، وسارت الفلبين على ذات النمط وإن كـانت قد حققت ارتفاعا عام ١٩٩٦ بعد انخفاض ضعيف للغاية بدأ منذ عام ١٩٩٥ .

انظر G. Corsetti, P. Pesenti, N. Ranbini, "What caused....", Part I, Opcit Table11, Statistical Appendix.

٢٥ - H. J. Edison etal, Opcit, Table I, P. 4.

٢٦ - IMF, "World Economic Outlook", October 1998, Opcit P.86

٢٧ ـــ Capital Intelligence, "Country Banking Report: Banking Supervision, Thailand", June 1997, Cyprus P.35.

٢٨ ـ IMF, "World Economic Outlook", Oct. 1998, Opcit P. 87.

٢٩ ـ تشير دراسـة كابيتال إنتلجنس عن البنوك التـايلاندية إلى أن نسبـة القاعدة الرأسمـاليـة في البنوك التجارية التايلاندية بلغت ٦,٦٪ ـ ٨ ر٧٪ خلال الفترة ١٩٩٠ - ١٩٩٥ وهي نسبة متدنية للغاية خاصة إذا علمنا أنها تمثل المتوسط .

انظر Capital Intelligence, "Country Banking Report", Opcit, P. 34.

٣٠ ـ لتفاصيل أكثر انظر UBAF (Seoul Branch),"News Letter",April 2, 1998.

وانظر أيضا بيـانات البنك المركزي الكـوري حول الأوضاع المالية للبنـوك في السنة المالية ١٩٩٧ وهي بيانات تقدم لأول مرة بعد الاتفاق مع صندوق النقد الدولي .

Bank Watch, "Banking System Update", Bank of Korea Release Asset quality, March 2, 1998. Sydney 1998.

٣١ ـ للتعرف على ربحية البنوك المختلفة ونفقات التشغيل انظر

UBAF (Seoul Branch), "News Letter", April 2, 1998, Opcit.

٣٢ ـ A. Demircuc - Kunt, E. Detra Giache, "The Determinants of Banking Crisis in Developing and Developed Countries", IMF staff papers. March 1998, PP 81 - 110.

G. Kaminsky. S. Lizardo, C. Reinhart, "Leading Indicators of Currency Crisis", PP1-48.

٣٣ ـ A. Demirecuc - Kunt et al opcit PP 81-82.

٣٤ ـ Nomora Research Institute, "Quarterly Economic Review", Vol.28, No.1, Feb. 1998, P.8.

٣٥ ـ انظـر حديث السيد/ صـالح محمد اليـوسف - رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب إلى وكالة الأنباء الكـويتية (كونـا) والمنشور في جريـدة السياسة الكـويتية في ٣٠ / ٦/ ١٩٩٩حول الأزمة المصرفية وبناء جهاز الإنذار المبكر .

انظر أيضا IMF, "World Economic Outlook. Oct. 1998, opcit P.96.

٣٦ ـ IMF, "World Economic Outlook", May 1998 opcit, Table 14, P.7

الملحق الإحصائي
للفصل الخامس
جدول رقم (1)

رصيد الإقراض المصرفي لدول الأزمة
وهيكل آجال استحقاقه والقطاع المقترض *

(1993 _ 1994)

الدولة	التاريخ	(بليون دولار أمريكي) رصيد القروض المصرفية	آجال الاستحقاق %			المؤسسات المتلقية %		
			أقل من سنة	من سنة إلى سنتين	أكثر من سنتين (1)	بنوك	غير بنوك (2)	قطاع عام وأخرى
تايلاند	ديسمبر 1994	43.9	70.6	4.8	24.6	32.1	61.5	6.4
	ديسمبر 1995	63.0	69.8	5.6	24.6	33.0	62.5	4.5
	ديسمبر 1996	70.1	65.2	6.2	28.6	36.9	59.6	3.5
	ديسمبر 1997	58.5	65.8	5.7	28.5	29.9	66.9	3.2
	ديسمبر 1998	40.7	58.2	7.2	34.6	21.7	73.6	4.7
إندونيسيا	ديسمبر 1994	35.0	60.9	9.7	29.4	22.3	57.7	20.0
	ديسمبر 1995	44.8	62.3	7.1	30.6	21.8	63.2	15.0
	ديسمبر 1996	55.5	61.7	38.3		21.2	66.2	12.5
	ديسمبر 1997	58.0	60.5	6.4	33.1	68.5	68.5	11.7
	ديسمبر 1998	44.8	52.7	47.3		11.5	73.6	14.9

كوريا الجنوبية	ديسمبر 1994	56.6	70.9	5.1	24.0	65.4	25.8	8.8
	ديسمبر 1995	77.4	69.9	3.4	26.7	67.6	25.7	6.7
	ديسمبر 1996	100.0	67.5	32.5		65.9	28.3	5.7
	ديسمبر 1997	93.7	62.8	5.6	31.6	59.2	36.4	4.4
	ديسمبر 1998	65.3	45.3	54.7		52.9	34.7	8.3
ماليزيا	ديسمبر 1994	13.5	48.9	6.2	44.9	28.9	53.3	17.8
	ديسمبر 1995	16.8	47.0	7.1	45.9	26.2	60.7	13.1
	ديسمبر 1996	22.2	50.3	49.7		29.2	61.8	9.0
	ديسمبر 1997	27.3	52.8	3.4	43.8	35.5	58.2	6.2
	ديسمبر 1998	20.8	44.5	55.5		27.6	59.4	12.8
الفلبين	ديسمبر 1994	6.8	47.1	3.5	49.4	25	36.8	38.2
	ديسمبر 1995	8.3	49.4	4.2	46.4	27.7	41.0	31.3
	ديسمبر 1996	14.5	54.6	4.1	41.3	44.8	40.2	14.0
	ديسمبر 1997	19.7	60.4	2.2	37.4	45.2	42.6	12.2
	ديسمبر 1998	17.5	56.6	4.8	38.6	45.1	42.3	12.6

المصدر : BIS, "The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending, second half 1995. Basle June 1996, and BIS, "International Banking and Financial Market Development", A BIS quarterly review, March 199, and BIS Press Release. "Consolidated International Banking Statistics for end 1998. Ref. No. 21/1999 E June. 1999.

(1) تشمل ستين فأكثر وكذلك الجزء غير المصنف.

(2) تشمل كل وحدات قطاع الأعمال بما فيها المؤسسات المالية غير المصرفية.

* تشمل المطالبات عبر الحدود (الإقراض) لبنوك منطقة بنك التسويات الدولية للدول خارج هذه المنطقة حسب أجال الاستحقاق والمؤسسة المقترضة، وذلك بعد استبعاد ازدواج الحساب. وتشمل مطالبات فروع البنوك الدولية في هذه الدول بالعملة الأجنبية، ونتيجة لاستبعاد ازدواج الحساب فإن هذه المطالبات تقل عن الإقراض المصرفي كما هو وارد في الجدول رقم (6) في الملحق الإحصائي بالفصل الرابع.

الملحق الإحصائي
للفصل الخامس
جدول رقم (2)

الإقراض المصرفي الدولي حسب جنسية البنك المقرض
وجنسية المؤسسات المقترضة (نهاية ديسمبر عام 1996)
(بليون دولار أمريكي)

المقرض / المقترض	إجمالي البنوك العالمية *	الولايات المتحدة الأمريكية	إنجلترا	ألمانيا	اليابان	فرنسا	أخرى
(1) العالـــم	993.134	130.053	68.325	173.101	169.699	99.867	352.09
(2) آسيـــا	367.056	34.241	26.410	41.717	118.576	37.951	108.16
إندونيسيـــا	55.523	5.279	3.834	5.508	22.035	4.463	14.40
كوريا الجنوبية	99.953	9.355	5.643	9.977	24.324	8.887	41.77
ماليزيـــا	22.231	2.337	1.417	3.857	8.210	2.641	3.77
تايلانـــد	70.181	5.049	3.128	6.914	37.525	4.583	12.98
الفليبـــين	13.289	3.902	1.173	1.820	1.558	1.873	2.96

المصدر : BIS, "The Maturity. Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending". Second half 1996. Basle. July 1997. pp 16-19 .

* بنوك منطقة التسويات الدولية تشمل بجانب بنوك الدول الصناعية العشر الرئيسية بنوك النمسا والدانمارك وفنلندا وأيرلندا ولوكسمبرج وأسبانيا وفروع هذه البنوك الخارجية.

الملحق الإحصائي
للفصل الخامس
جدول رقم (3)

نسبة الائتمان المصرفي * إلى
الناتج المحلي الإجمالي

%

الدولة / العام	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	1997
إندونسيا	5	9	21	10	18	47	53	57
تايلاند	14	18	26	30	46	65	98	105
ماليزيا	13	18	27	38	62	71	85	95
كوريا الجنوبية	11	34	35	42	49	57	61	64
الفلبين	19	19	24	31	20	19	38	52
الولايات المتحدة	53	55	62	65	68	71	65	65

المصدر: السنوات من 1990 إلى 1995 مأخوذة من IMF " World Economic Outlook", October 1998,
Washington D C. Table 3 & p. 93.
أما البيانات عن عام 1997 فمأخوذه من
BIS. "68th Annual Report". Basle 8th June 1998, Table 711.l, p. 119.

* يشمل الإقراض بواسطة السلطات النقدية وبنوك الودائع، وبالتالي لا تشمل إقراض المؤسسات المصرفية الأخرى أو اقراض المؤسسات المالية غير المصرفية ، حيث لا تتوافر عنها بيانات كافية.

الملحق الإحصائي
للفصل الخامس
جدول رقم (4)

معدل النمو السنوي للإقراض
للقطاع الخاص*

%

الدولة / العام	1991	1992	1993	1994	1995	1996
إندونسيا	16.7	11.4	25.5	23.0	22.6	21.4
ماليزيا	-	-	12.1	16.5	29.7	28.9
الفلبين	7.3	25.4	39.6	26.5	45.2	48.7
تايلاند	22.7	24.8	26.3	31.2	26.0	13.7
كوريا	20.9	19.6	21.8	21.6	19.2	17.0

المصدر : S. Radalet & J. Sachs, "The Onset of the East Asian Crisis."
NBER, Warking paper No 6680, Statistical Appending , Table 11.

* تمثل مطالب النظام المالي على القطاع الخاص ولا تقتصر على الإقراض المصرفي وحده .

الملحق الإحصائي
الفصل الخامس
جدول رقم (5)

هيكل المديونية لوحدات
قطاع الأعمال المنظم
في دول الأزمة الآسيوية
عام 1996

الدولة	% المديونية الخارجية		% المديونية الداخلية	
	قصير المدى	طويل المدى	قصير المدى	طويل المدى
إندونيسيا	20.5	19.6	31.4	28.5
كوريا	29.4	17.0	27.7	25.8
ماليزيا	32.1	11.0	35.7	21.2
الفلبين	19.7	21.3	25.5	33.5
تايلاند	29.6	12.3	32.0	26.1

المصدر : Asian Development Bank "Asian Development Outlook 1999", Financial Crises in Asia,. 27, Table 1.5.

* على أساس عينة من 5500 شركة آسيوية.

الملحق الإحصائي
الفصل الخامس
جدول رقم (6)

الأصول غير المنتظمة والقاعدة الرأسمالية
للجهاز المصرفي في دول الأزمة %
1997

الدولة	نسبة الأصول غير المنتظمة (1)	نسبة الأصول غير المنتظمة (2)	القاعدة الرأسمالية %
إندونيسيا	11.0	12.9	10-8
ماليزيا	7.5	9.9	14-8
الفلبين	5.5	14.0	18-15
كوريا	16.0	8.4	10-6
تايلاند	15.0	13.3	10-6
هونج كونج	1.5	3.4	20-15
سنغافورة	3.5	4.0	22-18
الولايات المتحدة*	%4-%1	%4-%1	-

المصادر : نسبة الأصول غير المنتظمة رقم (1) ونسبة القاعدة الرأسمالية مأخوذة من
j. P. Morgan "Asian Financial Markets", Quarter 1, 1998, 16 th January 1998, P. 7.
أما الأصول غير المنتظمة رقم (2) فمأخوذة من
G. Corsetti, P. Pesenti, N. Raubini, "Fundamental determinants of the Asian Crisis: Apreliminary Assessment", Paper Presented to the JIMF- Fordham University Conference on "Prespectives on the Financial Crisis in Asia", revised version, November 1998, Table 1, See also appendix for method of calculation.

* النسبة المعتادة في الولايات المتحدة هي 1% وقد وصلت إلى 4% في الثمانينيات في أثناء أزمة البنوك (موسسات الإدخار والإقراض - S&L) أنظر
BIS, "67th Annual Report", April 1996, March 1997, Basle June 1997, Table VI.5, P. 107.

الملحق الإحصائي
الفصل الخامس
جدول رقم (٧)

أداء البنوك الكورية

مؤشر الأداء	الأصول غير المنتظمة 1 %		الأصول السيئة ـ غير القابلة للتحصيل 2		نسبة بنك التسويات الدولية 3	
اسم البنك	97 - 9	97 - 12	96	97	معيار مكتب الرقابة الكوري	معيار صندوق النقد الدولي
CHB	6.3	7.0	0.6	2.4	9.02	6.5
CBK	5.3	4.8	0.4	1.4	9.54	7.62
KFH	16.7	11.4	1.2	5.5	0.98	2.7-
HANIL	2.8	3.6	0.7	1.7	8.94	6.9
SEOUL	15.1	10.3	2.4	6.1	6.39	0.97
KEB	5.7	5.7	0.7	1.4	8.63	6.79
KOOKMIN	3.4	3.2	0.4	1.1	10.77	9.78
HOUSING	1.9	2.0	0.3	0.7	10.29	10.29
SHINHAN	4.1	4.1	0.8	1.6	10.80	10.29
KORAM	2.3	3.4	0.6	1.8	9.16	8.57
DONGWHA	6.5	7.9	1.0	4.5	9.51	5.34
DONGNAM	4.9	5.7	0.7	2.0	8.06	4.54
DAEDONG	7.5	9.6	1.1	5.0	7.43	2.98
HANA	1.7	2.4	0.1	0.9	9.29	9.29
BORAM	3.9	3.2	0.2	1.8	10.81	9.32
PEACE	4.2	4.5	1.1	2.3	8.59	5.45
DAEGU	7.7	8.4	0.8	3.3	11.76	11.25
PUSAN	7.1	8.4	0.6	3.5	10.08	9.66
CHUNGCHUNG	11.6	12.5	1.4	7.0	8.39	7.05
KWANGJU	7.2	8.1	1.2	4.6	11.64	10.65
CHEJU	14.8	21.4	0.9	17.8	14.97	12.13
KYUNGKI	7.7	9.7	0.6	5.7	8.43	6.69
JEONBUK	10.5	14.9	1.2	7.0	13.37	13.27
KANGWOM	5.4	18.3	0.9	16.2	8.11	5.37
KYUNGNAM	6.0	7.3	0.7	4.2	13.30	12.27
CHUNGBUK	5.3	11.3	1.7	9.1	6.97	5.92

(1) الأصول غير المنتظمة نسبة من جملة الأصول وهي تشمل في ضمنها الأصول السيئة أو غير القابلة للتحصيل.
(2) الأصول السيئة هي الأصول غير القابلة للتحصيل ولابد من شطبها .
(3) هي نسبة القاعدة الرأسمالية إلى جملة الأصول طبقا لمعيار بازل لبنك التسويات الدولية ـ وقد حسب طبقـا لمعيـار مكتـب الإشراف على البنوك (OBS) في كوريا وطبقا لمعيار صندوق النقد الدولي .

المصدر: UBAF, Seoul Branch, "News Letter", Seoul April 2, 1998

الملحق الإحصائي
الفصل الخامس
جدول رقم (8)

أداء بعض البنوك في تايلاند

الأداء / اسم البنك	نسبة القروض غير المنتظمة			نسبة الكفاءة الرأسمالية طبقا لبنك التسويات الدولية
	30 يونيو 1997	31 ديسمبر 1997	30 يونيو 1998	31 ديسمبر 1997
بنوك خاصة كبيرة				
Bangkok Bank	8.1	16.8	9.5	11.7
Thai Formers Bank	7.4	17.3	23.3	11.6
بنوك صغيرة ومتوسطة				
Siam Comm. Bank	5.9	11.7	20.0	9.6
Bank of Ayudhya	6.0	13.6	16.9	9.1
Thai Military Bank	9.3	15.6	19.7	8.7
Nakornthon Bank	5.4	10.6	22.5	8.2
استملاك بواسطة بنوك أجنبية				
Bank of Asia	7.9	12.6	25.2	8.4
Thai Dam Bank	5.3	14.3	26.7	11.5
بنوك حكومية				
Krung Thai Bank	10.3	21.6	31.9	9.0
First Bangkok City Bank	4.8	45.4	63.2	(2.2-)
Siam City Bank	7.2	30.1	39.7	صفر
Bangkok Matrop Bank	16.7	33.4	78.0	9.5
Bangkok Bank of Comm.	18.1	30.5	-	-
Union Bank of Bangkok	11.9	24.8	31.4	6.5
Laem Thong Bank	10.0	55.9	47.0	8.4

المصدر: **Sumitomo Finance (Asia) limited, Fixed Income Research, "Sector Review", Banking and Financed Sectors, Thailand, September 18, 1998, P. 9.**

الفصل السادس
العوامل التي ساعدت
على استفحال الأزمة

(أ) مقدمة :

ناقشنا في الفصول السابقة طبيعة الأزمة وأسبابها والعوامل المسئولة عنها وهي الاختلالات الهيكلية ورخاوة النظام المالي متمثلا في جوانب الضعف الهيكلي في الجهاز المصرفي في هذه الدول . وفي هذا الفصل نتعرض إلى العوامل التي ساعدت على تعميق الأزمة واستفحالها ، وهي موقف المؤسسات الدولية وسلوكها خاصة صندوق النقد الدولي ، ودور اليابان بوصفها القاطرة الآسيوية ، ودور حكومات هذه الدول ، والدور الذي لعبه المضاربون أو عمليات المضاربة ، ثم نفرد جزءا خاصا لموضوع إدارة السيولة الدولية للنظم المالية في دول الأزمة ، وسوف نتناول كلا من هذه العوامل على التوالي .

(ب) دور المؤسسات الدولية :

يثير دور المؤسسات الدولية ، خاصة صندوق النقد الدولي ، خلافا كبيرا . وحقيقة الأمر أن دول الأزمة الآسيوية الخمس كانت هي الطفل المدلل لمؤسسات بريتون دورز وهما البنك الدولي وصندوق النقد الدولي . وقد أصدر البنك الدولي عام ١٩٩٣ كتابا بعنوان «المعجزة الآسيوية» ، كما أن الإشادة من جانب الصندوق بنجاح هذه التجارب والنظر إليها باعتبارها نموذجا تنمويا كانت دائمة التكرار ، ولعل الدليل على ذلك أنه حتى بعد اندلاع الأزمة ، كانت توقعات الصندوق للنمو في دول الأزمة عام ١٩٩٨

موجبة . ولكن ما يهمنا هنا هو دور هـذه المؤسسات وخاصة الصندوق بعد الأزمة . إذ يرى البعـض (جفري سـاكس) أن صندوق النقـد الدولي «قـد أفسد بتـدخله في شرق آسيا، حيث عجـز عن فهم طبيعة الأزمـة ولم يستوعبها ، وسـاهم من جانبـه في تفاقم الذعـر الذي ساد الأسـواق المالية ، وأجبر حكومـات تلك المنطقة على تحمل مسئـولية سداد ديون القطـاع الخاص (المصرفي وغير المصرفي) إلى البنوك العالمية الـدائنة ، وقد تم كل ذلك تحت شعـــار الإصـلاح»[1] . وتشير العـديـد من الكتـابـات إلى أن أخطـاء الصندوق لا تعـود فقط إلى الأزمة وكيفية استيعابه لطبيعتها ، ولكنها تعـود إلى ما قبل ذلك بكثير ، ذلك أن التطـور في هذه الـدول وسياسـاتها الاقتصاديـة تمت تحت سمع وبصر المؤسســات الدوليـة بما فيهـا الصنـدوق ، وعمليات تحريـر حسـاب رأس المال والوصول إلى القابلية الكاملة للتحويل لهذا الحساب في السنوات الأولى من التسعينيات إنما تمت نتيجة لنصيحـة الصندوق ومباركـة البنك الدولي . ولقـد تبين بما لا يدع مجالا للشك في أن تحرير حساب رأس المال قد تم قبل أن يكون النظام المالي ـ وخاصة القطاع المصرفي ـ في هذه البلدان مستعدا لهذه الخطوة التحريـرية الكبيرة ، وهو أمر سوف نعود إليه فيما بعد . ويعترف المسئولون في الصندوق أن التحرير قد تم بجرعات كبيرة ولم تكن هذه الاقتصادات ناضجة تماما لاستيعـابه ، وكان من الواجب أن يتم بجرعات صغيرة مع الاحتفـاظ ببعض أنواع الـرقابـة والقيود التي تحول دون غـرق هذه البـلاد في فيضان تدفق وانسحاب رءوس الأموال الخاصة قصيرة الأجل[2].

وما يهمنا هنا هو سلوك وتصرفات ونصائح صندوق النقد الدولي بعد الأزمة . ولعل أخطر هذه النصائح وأشـدها أثرا هو دفع هذه البلاد إلى رفع أسعـار الفائدة في مواجهة الانهيار الحاد في أسعار صرف عملاتها ، وذلك بحجـة الدفاع عن سعر الصرف ووقف تدهوره من خلال زيادة جاذبية الأدوات المالية المقومة بالعملة المحلية . ولكن بدلا من قيام الصندوق بدور رجل الإطفاء ـ وهو الـدور الذي يدعيـه دائما لنفسه ـ كان هـو مَن سكب الـزيت على النار . ذلك أن رفع أسعـار الفائدة في وقت شيـوع الذعـر المالي من شأنه أن يزيد الأمور تدهورا وهو ما حدث بالفعل . إذ إن تدهور سعر الصرف أدى إلى صعوبة سـداد وحدات قطاع الأعمال لديونها ، وقد تـرتب على رفع سعر الفائدة أن زاد الأمر صعوبة شديدة ، مما اضطر وحدات قطاع الأعمال إلى الإخلال بالوفاء بالتزاماتها . فلا وحدات قطاع الأعمال قامت بسداد ديونها ولا البنوك استطاعت استرجاع قروضها ،

وهكذا زاد رصيد القروض غير المنتظمة في محافظ البنـوك الائتمانية ، وهو أمر ساعد على زيـادة الـذعر في الأسـواق الماليـة ودفع بـالبنـوك الأجنبيـة إلى محاولة استرداد قـروضهـا وبالمستثمرين إلى الخروج من العملة المحلية مما دفع إلى تدهورها أكثر فأكثر .

كذلـك فإن رفع سعر الفـائدة يؤدي إلى زيـادة تكلفة الأموال ممـا يحد من الاقتراض ويؤثر بالتالي في الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي ومن ثم في إيقاع الطلب المحلي ، وهو ما من شأنه أن يـؤدي إلى تراخي حركة النشاط الاقتصادي وانكماشهـا ، مما يترتب عليه زيادة صعوبة سـداد وحدات قطاع الأعمال لقروضها وهو ما يـزيد وضع البنوك تأزما ، ويغذي موجـة الذعر السائدة في الأسـواق المالية . وتجربة الثلاثينيـات الفاشلة في تبني سياسة نقدية متشددة ، وتجربة أكتوبر ١٩٨٧ الناجحة ، كان يجب أن تكون أمام أعين المؤسسات الدولية عند إسدائها لنصائحهـا ، فتبني سياسة نقدية متشددة (بما فيها رفع أسعار الفـائدة) أدى إلى تدهـور موقـف البنوك وتدهـور الوضـع الاقتصادي بـرمته في الثلاثينيـات ، ونجاح تجربـة الثمانينيات (١٩٨٧) إنما يعود إلى ضـخ كميات كبيرة من السيولة في السـوق وتبني سياسة نقديـة سهلة بما فيها تخفيض أسعار الفـائدة خاصة في المرحلة الأولى من الأزمة .

ويدعي الصندوق في دفاعه عن موقفه[٣] أن رفع أسعار الفائدة كـانت ضرورية في البداية لوقـف التدهور ، وأنه سرعان ما اتجهت نحو الانخفـاض ، ولكن حقيقة الأمر أن رفع أسعار الفائدة قـد امتد إلى فترة زمنية كانت كافية لتحقيق الـدمار . كذلك فإن استخدام سعـر الفائدة كأداة للدفـاع عن سعر صرف العملة وتغيير اتجاه حـركة رءوس الأموال يثير العديد من المشاكل ، لعل من أهمهـا المدى الذي يجب أن ترتفع إليه أسعار الفـائدة لتـؤثـر في تغيير اتجاه حركـة رءوس الأمـوال . ذلك أن رفع سعـر الفـائدة يثير توقعات المستثمرين باحتمالات الارتفاع مـرة أخرى ، وبالتالي فإن المستثمرين لن يغيروا من سلوكهم إلا إذا اقتنعوا فعلا أن أسعار الفائدة قد وصلت إلى ذروتها[٤] . ولعل خبرة شيلي في الثمانينيـات تـؤكد هـذه الحقيقـة ، ذلك أن رءوس الأمـوال بدأت تتجـه نحـو الأدوات الماليـة المقـومة بـالعملـة الشيليـة بعـد أن بـدأت أسعار الفـائدة تتجـه نحـو الانخفاض ، إذ اقتنع المستثمـرون حينذاك أن أسعار الفائدة قـد وصلت إلى الذروة ولا يوجد مجال لارتفاعها مرة أخرى . والـواقع أن تحديد هذا المدى الذي يجب أن ترتفع إليه

أسعار الفائدة لتصبح قادرة على التأثير في حركـة رءوس الأموال وقرارات المستثمرين من الصعوبة بمكان وأن الآثار السلبية لهذا الارتفاع قد تكون مدمرة .

أما الانتقادات الأخرى التي توجه إلى الصنـدوق فتتمثل في ربط برنامج الإنقاذ بعدد من الإصلاحات التي ساعدت على هروب المستثمرين من المنطقة ، أما هذه الإجراءات فهي إغلاق وتصفية العديد من البنوك والمؤسسات المالية التي تعاني من ضعف وتعثر ، ولعل المشكلـة هي اتخاذ هذه الإجـراء في ظل غيـاب نظام لضمان وتأمين ودائع الأفـراد لـدى البنوك والمؤسسـات الماليـة مما أدى إلى انتشـار عـدوى هجوم المودعين وتـزاحمهم لسحب ودائعهم من البنـوك وهو مـا هدد النظـام المالي كله[٥] . فقد طلب الصندوق إيقاف ٥٧ شركة مالية في تايلاند ، وإغلاق ستة بنوك تجارية في إندونيسيا ، و ١٤ بنكا استثماريـا في كوريـا . وهو بهذه الخطـوة سـاعد على خلق حـالـة من جفاف أو نـدرة الائتمان . ففي نهاية ديسمبر عام ١٩٩٧ وبعد انخفاض سعـر صرف الوون الكوري بما يقرب من ٥٠٪ فقد واجهت العـديد من الوحدات الإنتـاجية صعوبة التصـدير نظرا لصعوبة الحصـول على الائتمان اللازم لتمويل عمليات التجـارة الخارجية لها . ذلك أن إغلاق هذه المصارف خلق حالة مـن الذعر لدى المصارف الأخرى دفعت بها إلى التردد في منح الائتمان خوفا من مواجهة صعوبات في المستقبل ، ولا شك في أن إغلاق البنوك والشركات الماليـة ساعد على تعميق مـوجة الذعر في الأسـواق المالية وساعـد على زيادة موجـات الهروب والتخلص من الأدوات المالية المقـومة بالعملـة المحلية ، هـذا بجانب تصاعد موجات هروب المودعين خوفا من عدم إمكانية تحقيق هذا الهروب في المستقبل ، باختصار شديد أدت هذه السياسـة إلى خلق أزمة ثقة أدت تداعياتها إلى الإسراع بانهيار وتدهـور الأوضاع في هذه البـلاد وأسواقها الماليـة . والغريب في الأمر أن أحـد العوامل التي ساعـدت على تعاظم الأزمـة العالميـة وتعمقها في الثلاثينيـات هو القيـام بإغلاق وتصفية عدد من البنوك ، مما أدى إلى انتشار عـدوى الذعر في الأسواق المالية . ويقارن البعض بين موقف صنـدوق النقد الـدولي تجاه البنوك والمؤسسات الماليـة في دول الأزمة الآسيوية وبين مـوقف بنك الاحتياط الفيدرالي (البنك المركزي الأمـريكي) تجاه صندوق التغطية أو التحوط الاستثماري المعروف باسم (LTCM)(*)، حيث قام بنك الاحتياط

* Long Term Capital Management.

الفيدرالي بجمع دائني الصندوق من البنوك لتمويل برنامج إنقاذ للصندوق لمواجهة الخسائر الضخمة التي حققها ولانتشاله من كبوته بدلا من تركه لعملية التصفية والإفلاس التي كان ممكنا أن تولد آثارا مضاعفة على السوق المالي الأمريكي والأسواق المالية الدولية . وفي مواجهة تمويل برنامج الإنقاذ تحولت مديونية هذه البنوك إلى نصيب في رأس مال الصندوق ، أي تحويل الدين إلى نصيب في رأس المال ، ومن ثم أصبح من صالح هذه البنوك نجاح الصندوق . ولا شك في أن المطلوب في حالة البنوك وشركات المال الآسيوية كان إجراء مماثلا ، فما كانت تحتاجه هذه المؤسسات هو ضخ كمية من السيولة فيها لمساعدتها ، وإعادة بناء قاعدتها الرأسمالية ، أو إعادة هيكلتها أو دخولها في عملية دمج أو استملاك مع بنوك أكبر وأكثر كفاءة . . . إلخ .

الانتقاد الثالث الذي يوجه إلى سياسات الصندوق تجاه هذه الدول هو فرض برنامج تقشف من شأنه تبني سياسة مالية متشددة تنطوي على تخفيض الإنفاق العام ، وذلك في دول كانت تتسم أغلبها بمالية عامة متوازنة ، حيث لم تعان أي منها من عجز متفاقم أو مزمن في الموازنة العامة ، بل العكس، اتسم بعضها بوجود فائض في الموازنة العامة أو عجز طفيف جدا في السنوات السابقة مباشرة لحدوث الأزمة ، وحتى سنة الأزمة . وحجة الصندوق في هذا أن هذه السياسة التقشفية إنما هي ذات طبيعة مؤقتة تهدف إلى إصلاح سريع للاختلالات السائدة . وحقيقة الأمر أن هذه السياسة أدت إلى تراجع الطلب المحلي في هذه البلاد وهو ما دفعها إلى غياهب جب من الانكماش الحاد غير مسبوق في تاريخها ، خاصة وأنه جاء في أعقاب انتعاش كبير وممتد عبر فترة طويلة زمنيا . ويرتبط بذلك إجبار صندوق النقد الدولي هذه الدول على أن تتحمل هي أعباء برنامج الإنقاذ الذي يتحمل جريرته في الأساس القطاع الخاص . فبرنامج الإنقاذ لكوريا الذي يصل إلى ٥٧ مليار دولار أمريكي سوف توجه موارده في أغلبها إلى الجهاز المصرفي المحلي ، الذي سيقوم بدوره باستخدامها لسداد ديونه للبنوك الأوروبية والأمريكية واليابانية .

(جـ) ردود فعل حكومات دول الأزمة :

لعبت دول الأزمة الآسيوية دورا مهما في التمهيد للأزمة ، ودورا في تزايد عمقها بعد أن انفجرت . وهناك سلوكيات مشتركة بين دول الأزمة ، وهناك سلوكيات خاصة بكل

دولة على حدة ، وسوف نركز بصورة أساسية على الشكل أو النوع الأول من السلوك ، ويرى البعض أن دول الأزمة كانت شريكا لصندوق النقد الدولي فيما أوحي به من سياسات ، وإن كان الرد الطبيعي على هذا الادعاء هو أن تلك الدول لم تكن في موقع تستطيع فيه رفض مقترحات الصندوق ، ذلك أن تلك المقترحات جاءت مرتبطة ببرنامج الإنقاذ Bailout Program. وبجانب أخطاء الحكومات في الضغط من أجل رفع معدل الاستثمارات بما يفوق معدلات الادخار المحلية المرتفعة بهدف تحقيق معدلات نمو مرتفعة كهدف سياسي استراتيجي ، وبجانب اتخاذ الإجراءات والأدوات اللازمة لتشجيع الاستثمارات في بعض مشروعات «السمعة» دون اهتمام بالجدوى الاقتصادية أو العائد على المشروع ، فإن أهم الأخطاء التي ارتكبتها الحكومات بعد انفجار الأزمة إنما يتمثل في خطأين أساسيين . أما الخطأ الأول فيكمن في استخدام احتياطي النقد الأجنبي الرسمي في الدفاع عن سعر الصرف . ذلك أن استخدام جزء من هذا الاحتياطي في الأوقات العادية لضمان بقاء تحركات سعر الصرف في حدود معينة within the Band يعتبر أمرا مقبولا ، أما استخدام رصيد هذا الاحتياطي في الدفاع عن سعر صرف العملة الوطنية في وقت الهروب من العملة المحلية في شكل موجات كبيرة أي في وقت تصاعد الضغوط على العملة المحلية رغبة في التخلص من الأصول المحلية المقومة بها يعتبر أمرا محفوفا بالمخاطر وينطوي على نتائج وخيمة . ولقد أثبتت تجربة الأزمة الآسيوية هذه الحقيقة ، إذ تآكل رصيد الاحتياطي لدى هذه الدول في فترة زمنية قصيرة نسبيا ، ولعل أهمية هذا القول إنما تكمن في أن الأزمة الآسيوية قد بينت بما لا يدع مجالا للشك في أن نسبة الديون قصيرة الأجل إلى رصيد الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية ، هي من أهم بل هي أهم المؤشرات التي يتابعها المستثمرون والمضاربون في الأسواق المالية المحلية ، وأن أي اختلال أو انهيار في هذا المؤشر يؤدي إلى سباق سريع للتخلص من الأصول المالية وغير المالية المقومة بالعملة المحلية ، ومن ثم الإسراع بوتيرة انهيار سعر الصرف للعملة المحلية ، وهو ما حدث بالفعل في دول شرق وجنوب شرق آسيا . وسوف نعود إلى هذا الموضوع عند التطرق لموضوع إدارة السيولة الدولية . ولعل تجربة دول آسيا هي التي أوحت إلى الكثيرين بالإشارة إلى أنه في حالة تدهور سعر الصرف نتيجة لتزاحم المستثمرين والمضاربين على الخروج من العملة المحلية ، فإن أفضل سبيل هو تعويم سعر صرف العملة المحلية وعدم التدخل سواء برفع سعر الفائدة أو باستخدام رصيد احتياطي العملات الأجنبية .

ومن العوامل المهمة المؤثرة في مسار الأزمة هو رد فعل الحكومات وسلطات تلك الدول في أيامها الأولى . فلا يختلف اثنان على خطأ السرعة والعجلة التي تم بها تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات في تلك الدول دونما ترتيبات تصاحب ذلك من شأنها تنظيم دخول وخروج رءوس الأموال قصيرة الأجل (بهدف المضاربة) ، مثال ذلك الترتيبات التي اتخذتها شيلي والأرجنتين في الثمانينيات ، كذلك فإن فتح الباب على مصراعيه لدخول رءوس الأموال دون ترتيبات متعلقة بالجهاز المصرفي المحلي إنما هو أمر ينطوي على مخاطر جمة . ولاشك في أن الجميع يكاد يتفق على ضرورة الرقابة والتنظيم لعمليات حساب رأس المال لميزان المدفوعات . ولكن المشكلة هي التدخل لفرض هذه الرقابة والتنظيم ، أو فرض نوع من القيود في أثناء الأزمة ، ذلك أن مثل هذا الإجراء قد يكون من شأنه زيادة النار اشتعالا ، بمعنى أن يكون كمن صب الزيت على النار ليزيدها اشتعالا . ذلك أن إدخال هذه القيود في أثناء الأزمة سوف يعمق من أزمة الثقة ويدفع إلى تزاحم المستثمرين والمضاربين على التخلص من أصولهم المقومة بالعملة المحلية والهروب إلى أسواق مالية أكثر أمنا . فلا شك في أن تحرير حساب رأس المال كاملا قد تم قبل أوانه وقبل أن تنضج الظروف اللازمة لذلك ، وأنه كان ولابد أن يصاحب التحرير على جرعات ترتيبات تنظيمية تحول دون حدوث المشاكل الناجمة عن تدفق رءوس الأموال قصيرة الأجل ، كما نرى أنه لابد من إدخال بعض الترتيبات الآن على حساب رأس المال لكن وجه اعتراضنا هو القيام بهذه الترتيبات تحت ضغط ذعر الأزمة وفي أثنائها إذ سوف يترتب على ذلك فشل الهدف منها . وعلى سبيل المثال تدخلت الحكومة الماليزية في عمل آلية السوق فقامت بمنع أنواع التعامل في الأسهم المعروفة باسم (Short-Selling) مما ترتب عليه صعوبة خروج المستثمرين والمتعاملين الأجانب من السوق فخلق بذلك لديهم الشعور بوجودهم في مصيدة غير قادرين على الفكاك منها ، بجانب ذلك قامت الحكومة الماليزية بشراء الأسهم بسعر أعلى من سعر الإقفال، وقصرت تلك الميزة على الماليزيين . وقامت الحكومة التايلاندية بمنع بعض أنواع التعامل بالنقد الأجنبي ، وقامت كوريا الجنوبية بمنع حيازة النقد الأجنبي بغرض التعامل في سوق العقار . ولاشك في أن هذه الإجراءات على الرغم من كونها قد لا تبدو عميقة الأثر إلا أن خطورتها تكمن في إشعار المتعاملين في الأسواق المالية أن قواعد اللعبة قد تغيرت، وبالتالي فإن الحل الأمثل في مثل هذه الحالة هو ترك آلية السوق تؤدي دورها حتى تصل المتغيرات إلى قيمتها التوازنية الجديدة .

كذلك من الأمور التي تؤخذ على الحكومات في هذه الدول تمسكها بنظام سعر الصرف الثابت المرتبط بالدولار بعد عام ١٩٩٦ ، وهو العام الذي انهارت فيه معدلات نمو الصادرات في هذه الدول وتراجعت قدرتها التنافسية .

(د) اليابان والأزمة الآسيوية :

قد يبدو هذا العنوان مضللا بعض الشيء ، إذ قد يوحي بأن اليابان قد لعبت دورا في انفجار الأزمة أو تعمقها ، أي زيادة حدتها وسرعتها بعد انفجارها ، بمعنى أن هناك سياسات اتخذتها الحكومة اليابانية أو خطوات أسرعت بحدوث الأزمة أو زادت من حدتها . وليس هذا هو الواقع ولا هو الانطباع الذي نريد أن يستقر في ذهن القارئ، ما نريد التأكيد عليه أن اليابان تعاني من انكماش حاد منذ السنوات الأولى من التسعينيات ، وإذا كان الاقتصاد الياباني قد أظهر تحسنا مفاجئا عام ١٩٩٦ إلا أنه عاد إلى الانحدار في غياهب الانكماش مرة أخرى عامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ . وأن هذه الحالة من التراخي والانكماش في حركة النشاط الاقتصادي الياباني كانت حجر عثرة وعقبة كئودا أمام انتشال دول الأزمة الآسيوية من كبوتها ، ولو كانت دورة الانتعاش التي سادت الاقتصاد الياباني في الثمانينيات استمرت حتى سنوات الأزمة الآسيوية لخففت من حدة تدهور هذه الاقتصاديات .

فالاقتصاد الياباني يمكن النظر إليه باعتباره قاطرة الاقتصاد الآسيوي ، بمعنى أن نشاطه وحركته تجر وراءه بقية الاقتصاد الآسيوي ، كما أن انتعاش الاقتصاديات الآسيوية يؤثر إيجابا في حركة الاقتصاد الياباني ، وإن كان التأثير الأول أقوى وأكثر فاعلية . فالاقتصاد الياباني يفوق في حجمه مجموع الاقتصادات الآسيوية جميعا بل قد يصل إلى ضعفها ، كما يزيد على خمسة أضعاف حجم اقتصاديات دول الأزمة الآسيوية الخمس (كوريا ، تايلاند ، ماليزيا ، إندونيسيا ، الفلبين)(٦) . وتتجه أكثر من ٤٠٪ من الصادرات اليابانية نحو آسيا ، في حين تبلغ الواردات الآسيوية ٣٠٪ من مجموع الواردات اليابانية . وتلعب دول آسيا دورا مهما في الواردات الصناعية اليابانية ، ففيما بين عامي ١٩٧٥ و ١٩٩٢ زاد نصيب الواردات الصناعية في إجمالي الواردات اليابانية من ٣, ٢٠٪ إلى ٢, ٥٠٪(٧)، وبلغت هذه النسبة ٦٠٪ عام ١٩٩٦ ، وتبلغ الواردات

الصناعية من الدول الآسيوية ما يزيد على ٥٠٪ من الواردات الصناعية اليابانية ، وقد تغير هيكل الواردات الصناعية اليابانيـة من آسيا ، حيث كانت الواردات الصناعية من آسيا منخفضـة القيمة المضافة ثم تحولت إلى واردات عـالية القيمة المضافـة ، ففي عام ١٩٨٨ كانت الواردات من المنسـوجات حوالي ٢٩٪ والمنتجات الخشبية ٢٤٪ ، وقد تصاعد نصيب الآلات والمعدات المستوردة من آسيا من ١٨٪عام ١٩٨٩ إلى ٣٩٪ عام ١٩٩٥.

ومنـذ اجتماع البلازا في سبتمبر من عـام ١٩٨٤ حيث بـدأ سعر صرف الـدولار في الاتجاه نحو الهبوط في حين بدأت الحركة الصعـودية في سعر صرف الين بدأت الشركات الصناعية اليابانية في نقل جزء من مصـانعها إلى دول التكلفة المنخفضة والمنافسة العالية في آسيا . ولا شك في أن تصاعـد سعر صرف الين في عام ١٩٩٣ كان نقطة تحول ثانية في هذا الاتجاه ، وفي النصف الأول مـن عام ١٩٩٥ بلغت الاستثمارات اليابانية المباشرة في آسيا حوالي ٥٠٪من جملة الاستثمارات المباشرة اليابانية[٨].

أما عن دول الأزمة الآسيوية الخمس فتمثل صـادرات إندونيسيا إلى اليابان ٩ ,٢٥٪ من مجموع صادرات إندونيسيا عام ١٩٩٦ ، في حين تصل هذه النسبة إلى ٩ ,٢٧٪ في حالة كـوريا ، بينما تنخفض إلى ٨ ,١٦٪ في حالة تـايلاند ، وتصل إلى ٩ ,١٧٪ من صـادرات الفلبين ، وتبلغ صـادرات مـاليـزيـا إلى اليـابـان ٤ ,١٣ ٪ من الصادرات الماليزية . أي أن صادرات هذه الدول تمثل في المتوسط ٤ ,٢٠٪ من مجموع صادراتها ، في حين تبلغ وارداتها من اليابان ٢٢٪في المتوسط من وارداتها .

ما سبق يهدف إلى توضيح الترابط المتبادل بين اقتصاديـات آسيا وبصورة خاصة دول الأزمة الآسيوية والاقتصاد الياباني حتى يتضح لنا مدى تأثير الانكماش الياباني في زيادة صعوبـة انتشال دول الأزمـة من السرداب العميق الذي انـزلقت إليه ، إذ لـو تسارعت معدلات نمو الطلب المحلي في اليابان لزاد الطلب على الواردات ، ولوجدت هذه الدول مصدرا مهما لتحريك دولاب الإنتـاج فيها . ففي عام ١٩٩٢ انخفض المعدل السنوي لنمو الناتج المحلي الإجمالي في اليابان إلى ١٪مقارنة بمعدل نمو سنوي نسبته ٨ ,٣٪ عام ١٩٩١ ومعدل نمو سنوي نسبته ١ ,٥٪ عام ١٩٩٠ ، ثم استمر تراجـع معدل النمو السنوي عام ١٩٩٣ ليصل إلى ٣ ,٠٪ثم وصل عامي ١٩٩٤ و ١٩٩٥ إلى معدل نمو

سنوي نسبته ٦ ,٠٪و ٥ ,١٪ على التوالي . ويمثل عام ١٩٩٦ عاما استثنائيا في هذا الاتجاه العام حيث استطاع الاقتصاد الياباني تحقيق معدل سنوي للنمو نسبته ٥٪، إلا أن ذلك كان استثناء للقاعدة ، إذ ما لبث أن تدهور معدل النمو السنوي عام ١٩٩٧ ليصل إلى نسبة ٤ ,١٪ في حين حقق الناتج المحلي الإجمالي انخفاضا نسبته ٨ ,٢٪ مقارنة بمستوى عام ١٩٩٧ . ولعل معدلات نمو الطلب المحلي الإجمالي تؤكد هذا الاتجاه حيث بلغ معدل النمو السنوي للطلب المحلي الإجمالي ـ وهو المحدد لحجم الواردات ـ ٤٥ ,٠٪سنويا عام ١٩٩٢ مقارنة بمعدل نمو سنوي نسبته ٣٪عام ١٩٩١ و ٥ ,٢٪ عام ١٩٩٠ . ثم اتجه معدل نمو الطلب المحلي عام ١٩٩٣ إلى ١ ,٠٪ سنويا، في حين وصل إلى ٩٥ ,٠٪سنويا عام ١٩٩٤ ، وإذا كان قد حقق ارتفاعا ملحوظا عامي ١٩٩٥ و ١٩٩٦ ليصل إلى معدل نمو سنوي نسبته ٢ ,٢٪ و ٦ ,٥٪ على التوالي ، إلا أنه ما لبث أن تدهور معدل النمو تدهورا شديدا ليصل إلى ١٣ ,٠٪ سنويا عام ١٩٩٧ ، ثم حقق رقما سالبا عام ١٩٩٩ ، أي انخفض الطلب المحلي الإجمالي عام ١٩٩٨ بنسبة ٤ ,٣٪ . ويعني ذلك أن الطلب على الواردات من الدول الآسيوية قد حقق انخفاضا ملحوظا عامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ وهي الأعوام التي كان من المفروض أن يرتفع فيها الطلب المحلي في اليابان ليدفع صادرات دول الأزمة إلى الزيادة من خلال زيادة الطلب على الواردات وهو ما لم يحدث . وعلى الرغم من أن العديد من الكتابات لم تشر إلى هذا العامل باعتباره أحد العوامل التي أثرت في مجرى الأزمة ، إلا أننا ما زلنا نعتبره عاملا مهما .

(هـ) المضاربة :

يعرف البعض المضاربة بأنها استغلال حركات غير متوقعة في السوق ، ولذلك يتابع المضاربون حركة تقلبات الأسعار في السوق وبالتالي كلما زادت هذه التقلبات زاد حجم الهامش الذي يحصل عليه المضارب . إلا أن المضارب لا يخلق موقفا بحركته الذاتية ، أي أنه بحركته وسلوكه لا يغير من حركة الاقتصاد ، ولكنه يستغل موقفا لصالحه ، أو يدفع باتجاه حركة من المتوقع حدوثها بل من المؤكد حدوثها . ولذا يتابع المضاربون سلوك تلك الاقتصاديات التي يتناقض مستوى سعر صرفها مثلا مع المؤشرات الاقتصادية الأساسية لها ، بمعنى وجود عجز مزمن ومستمر في ميزان مدفوعاتها مع

استمرار وجود سعر صرف مغالي في قيمته Over-Valued Exchange Rate، هنا قد يكون من المتوقع بل من المحتم تخفيض سعر صرف العملة المحلية ، وبالتالي قد يساعد المضاربون على تسريع هذا التوجه ثم يعملون على استغلاله . ويطلق البعض على المضارب اصطلاح «المستثمر الاستخراجي Extractive-Investor»، ذلك أنه يستخرج أرباحه من النشاط المنتج للآخرين «إذ يحاول المستثمر الاستخراجي استغلال تقلبات الأسعار للحصول على جزء من القيمة التي خلقها المستثمرون المنتجون أو التي تم خلقها بواسطة أناس يقومون بعمل جاد . إن ما يجنيه المضارب إنما يمثل نوعا من الضريبة على النظام المالي دون تحقيق هدف له فائدته . . . وكلما تزايدت حدة التقلبات في السوق زادت فرص هذه الأشكال الاستخراجية» (١١).

ويشير البعض إلى أن حجم صناديق استثمار العملات وتداولها التي يتعامل بها المضاربون قد بلغت من الكبر حدا بحيث أصبح نشاط المضاربة قادرا على التأثير في الأحداث . ولعل المثل الواضح على ذلك صندوق استثمار العملات الذي كان يديره سورس Soros منذ عدة سنوات والمعروف باسم الصندوق الكمي Quantum Fund حيث بلغت حصيلته ١١ بليون دولار أمريكي، إلا أن الكمية التي يحركها فعليا الصندوق تصل إلى ١١٠ بليون دولار أمريكي. وفي سبتمبر عام ١٩٩٢ قام سورس ببيع ما مقداره ١٠ بلايين دولار أمريكي من الجنيهات الإسترلينية في رهان ضد نجاح جهود جون ميجور للحفاظ على سعر صرف الجنيه الإسترليني الذي ترتب عليه انهيار نظام سعر الصرف الثابت الذي حاولت الحكومات الأوربية المختلفة الحفاظ عليه في نظام الصرف الأوربي. ولقد استطاع سورس استخراج ما مقداره بليون دولار أمريكي من النظام المالي لصالح صندوقه الاستثماري وانخفض الجنيه الإسترليني بنسبة ١٪(١٠).

ولعل ما يدعيه بعض المضاربين من أن المضاربين يساعدون على تحقيق استقرار الأسعار قد ناقضه تماما تصريح سورس أمام لجنة البنوك بمجلس النواب الأمريكي من أنه إذا راهن المضارب على ارتفاع السعر فإذا حدث وانخفض السعر بدلا من صعوده ، فإن المضارب يصبح مضطرا لحماية نفسه عن طريق البيع مما يساعد على سرعة انخفاض السعر وبالتالي تزيد حدة تقلبات الأسعار(١٢)، ولكنه عاد فأكد أن تقلبات الأسعار ليست بمشكلة كبيرة اللهم إلا إذا تزامن تسابق الجميع نحو البيع مع عدم وجود

مشترين ، في هـذه الحالة سـوف يحمل غير القـادرين على الخروج من السوق بخسـارة كبيرة .

وحقيقة الأمر أن نصيب عمليات المضاربة في سوق النقد الأجنبي تزايد بشكل هائل في السنوات الأخيرة ، ففي عام ١٩٧٥ بلغت صفقات النقد الأجنبي (حيث يتم تبادل عملة في مقابل أخرى) بهدف تمويل نشاط في الاقتصاد الحقيقي حوالي ٨٠٪ من حجم الصفقات في سوق النقد الأجنبي ، بمعنى آخـر انتقلت العملات من يد إلى أخرى من أجل تمويل استيراد النفط ، تصدير السيارات ، شراء الشركات ، الاستثمار في صناديق أو محافظ استثمارية ، بناء مصـانع . فالصفقات الحقيقية يتم من خـلالها إنتاج وتبادل وتوزيع السلع والخدمات . أمـا الباقي وقدره ٢٠٪ من عدد صفقـات عمليات النقد الأجنبي فقد وجهت لعمليـات المضاربة ، بمعنى أن هـدفها الوحيد هـو الحصول على الـربح من عمليات بيع وشراء العمـلات ذاتها على أساس أسعـارها المتغيرة . وهكـذا حتى في تلك الأيام التي كان يسيطر فيها الاقتصاد الحقيقي كان هناك نشاط للمضاربة على العملة يصل إلى حوالي ٢٠٪ من صفقات بيع وشراء النقد الأجنبي في السوق . أما اليوم فإن صفقـات النقد الأجنبي المرتبطة بالاقتصـاد الحقيقي قد انخفضت إلى ٥ , ٢٪ من حجم الصفقـات في سوق النقـد الأجنبي في حين أن ٥ , ٩٧٪ من هذه الصفقات تتم بغرض عمليات المضاربة . وتشير التقديرات إلى أنه في عام ١٩٩٧ بلغت صفقات بيع وشراء العملات في سوق النقد الأجنبي ٢ ترليون دولار أمريكي في اليوم ، بمعنى أن ما يقرب من الـدخل القومي للولايات المتحدة يجري تداولـه في سوق النقد الأجنبي كل ثلاثة أيام . هذه القفزة الكبيرة في المضاربة على العملات إنما تعود إلى عدد من الأسباب نذكـر منها : (١) تغييرات ذات طبيعة منظـومية في النظـام المالي العالمي تتمثل في إنهاء ارتباط الـدولار بالـذهب وتعـويمه عـام ١٩٧١ و دخـول العـالم في نظام سعـر الصرف العائم ، ولاشك في أن فتح النظام المالي العالمي خلق مجالا رحبـا لعمليات المضاربة (٢) تحريـر النظام المالي وفك قيـوده في الثمانينيات (في أثنـاء حكم ريغـان وتاتشر) ، وقيـام البنك الدولي وصندوق النقـد الدولي بتطبيق خطة بيكر في العديد من الـدول النامية ، وهو مـا خلق مجالا رحبا لحرية انتقـال رءوس الأموال كما سمح للعديـد من المؤسسات والشركات بدخول مجال المضـاربة (٣) التطـورات التكنولوجيـة المهمة في مجال الحاسب الآلي والإلكترونيات وتطبيقها على النقود وعمليات السوق [١٣].

ولاشك في أن انفتاح النظام المالي الذي أدى إلى سيادة أسعار الصرف العائمة خلق نوعا جديدا من الأصول . فالأصول التي كانت معروفة تقليديا من قبل هي العقار ، والسندات ، والأسهم ، والسلع . أما اليوم فإن لدينا أصولا جديدة متمثلة في العملات . بمعنى أن النقود ـ التي هي وسيط للتبادل ـ أصبحت هي ذاتها أصلا يدخل في تركيب وحركة المحافظ الاستثمارية . هذا التغير الجوهري ينطوي على نتائج غاية في الأهمية تتوقف على ما إذا كنت مستثمرا أم تعمل في النشاط الحقيقي . ذلك أنه بالنسبة للمستثمر المالي فإن هذا الأصل الجديد (العملات) له ميزات عديدة مقارنة بالأصول التقليدية المعروفة تتمثل في : (١) الانخفاض الشديد في تكاليف صفقات النقد الأجنبي مقارنة بصفقات التعامل في الأدوات الأخرى كالأسهم (٢) سوق النقد الأجنبي سوق مستمر ودائم طوال ٢٤ ساعة (٣) أن سوق النقد الأجنبي هو أكبر وأعمق سوق ، فإذا كان لديك ٥ بلايين دولار فإن توظيفها في سوق الأسهم قد يحرك أسعار أسهم بعض الشركات ويفيد المتعاملين الآخرين في السوق ـ باستثناء سوق الولايات المتحدة وبعض الأسواق الأوربية نظرا لكبر حجمها ـ أما سوق النقد الأجنبي فإن دخول وخروج ١٠ بلايين دولار لن يؤثر البتة في حركته ، ومن هنا فإن سوق النقد الأجنبي هو المكان الطبيعي لتحريك كميات ضخمة من الأموال .

ونتيجة لهذه السمات الثلاث فإن نشاط إقراض النقود للأفراد أو الشركات لشراء سيارات أو عقارات أو توسيع النشاط الإنتاجي لم يعد هو النشاط المربح ، مصدر الأرباح الضخمة هو سوق النقد الأجنبي . ولم يعد توفير الائتمان هو المصدر الأساسي لنشاط البنوك ودخولها ، فانخفض نصيب البنوك في توفير الائتمان من ٧٥٪ إلى ٢٦٪ خلال الخمسة والعشرين عاما الماضية ، وبالنسبة للبنوك العملاقة فإن تداول النقد الأجنبي يمثل حوالي ٢٠٪ من دخولها وقد يصل في بعض الأحيان إلى ٥٠٪[١٤] . حتى العديد من الشركات الكبيرة دخلت مجال التعامل في سوق النقد الأجنبي ، فمصدر الربح الرئيسي في شركة جنرال إلكتريك لا يأتي من بيع السلع المعمرة أو المعدات الحربية ولكن من إدارة الخزينة التي تتعامل في الأسواق المالية . وقد ترتب على هذا التطور في سوق النقد الأجنبي ظهور ما يعرف بمخاطر أسعار الصرف ، وليس المجال هنا لتحديد سياسات واستراتيجيات مواجهة هذا النوع من المخاطر ولكن ما نريد استخلاصه مما سبق هو ما يلي :

أولا : تراجع دور الدولة وتأثيرها وزيـادة تأثير دور تجار العملة والمضاربين في سياسات الحكومات ، فإذا لم يرض تجار العملة والمضاربون عن سياسة الحكومة فما عليهم إلا بيع عملة هذا البلد وهو ما من شأنه خلق «أزمة عملة» أو أزمة سعر الصرف كما يجري العرف على تسميتها . وهكذا تحدث أزمـة العملة أو أزمات العملات في مدى زمني قصير جدا ، ما بين يوم وليلة ، ليس هناك مجال للمناقشة أو فتح الحوار أو تبـادل الـرأي ، ما بين عشيـة وضحـاها تنقلب الأمور رأسا على عقب ـ هكذا كان شأن أزمة الإسترليني عام ١٩٩١ ، وأزمة العملات الإسكندنافية في عامي ١٩٩٢ و ١٩٩٣ ، والمكسيك عام ١٩٩٤.

ثانيا : أن البنوك المركـزية قد تتدخل للـدفاع عن عملة معينة إلا أن تأثيرهـا سوف يظل محدودا نظرا لعولمة سوق النقد ، فالاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية لدى جميع البنوك المركزية حوالي ٦٤٠ بليون دولار وهو أقل من نصف التعامل اليومي في سوق النقد الأجنبي . طبعا المسألة أولا وأخيرا تتـوقف على ما هي العملة وما هو حجم التعامل فيها . ويرتبط بهذا الموضوع ما يثار حاليا من أن حجم الأموال التي لدى صناديق الاستثمار ولدى المضـاربين من الضخامة بحيث أن محاولات البنوك المركزية للتدخل للدفاع عن عملتها الوطنية قد لا تجدي فتيلا .

ولقـد لعبت المضاربـة دورا مهما في تعميق الأزمة حيـث بدأت في تـايلانـد وفي نقل العـدوى وبسرعـة إلى عمـلات الدول الآسيـويـة المشـابهة في الظـروف . وحتى يمكن للمضاربين تحقيق مكاسب رأسمالية عـالية من عقودهم الآجلة Forword Contracts في سـوق النقود كـان من مصلحتهم دفع سرعة انخفـاض سعر صرف البـات . ولكن الحقيقية تقتضي أيضا القول إنه من العوامل المهمـة التي سارعت بتدهور أسعار الصرف لهذه الدول ، هو أن العديد من المقترضين بالعملات الأجنبية لم يتحوطوا لهذه القروض ، وبـالتالي حينما بـدأ اتجاه أسعـار الصرف نحو الهبـوط حـاولـوا الحصول على العمـلات الأجنبية بـالكميات التي تمكنهم من سـداد قروضهم عنـد حلول مـواعيد استحقـاقها وذلك عن طريـق بيع ما لديهم من العملـة المحلية ممـا ساعد على سرعـة تدهـور سعر الصرف وأفاد عمليات المضاربة على العملة .

وفي مـواجهة تقلبـات العملة وزيـادة عمليات المضـاربة اقترح تـوبين Tobin في السبعينيات فرض ضريبة صغيرة وعالمية وموحدة على عمليات وصفقات النقد الأجنبي



الخاصة ، وتهدف هذه الضريبة إلى إبطاء حركة أسواق المال وتراجع عمليات المضاربة ، ويرى الكثيرون أن هـذه الضريبة يقـع عبؤها في الأسـاس على صفقات النقـد الأجنبي ذات الـدورة القصيرة جدا وهـو مـا يمثل ٨٠٪ من صفقـات النقـد الأجنبي التي تصل دورتها إلى أسبوع أو أقـل . وللضريبة ميزات عـديدة ليـس هنا مجال مناقشتهـا ، ولكن يكفي أن نقول إن فـرض ضريبة على عمليات المضـاربة ومحاولـة تقييدها أمـر من شأنه زيادة الرفاهية الاجتماعية لأنه يحد من نشاط غير مرغوب اجتماعيا ومن آثار هذا النشاط على البناء الاجتماعي كله .

و ـ إدارة السيولة الدولية :

تطرقنا إلى موضوع السيولة الـدولية قبل ذلك عند الحديث عن أزمة ميزان المدفوعات في دول الأزمة الآسيوية وتمويل هذا العجز عن طريق تدفقات رءوس الأموال الأجنبية مما ترتب عليـه تفاقم حجم الالتـزامات قصيرة المدى بـالعملة الأجنبية ، ولقـد قارنـا هذه الالتزامات قصيرة المدى بالأصول الأجنبية قصيرة المدى ، فـوجدنا أن حجم الالتزامات يفـوق بكثير جدا حجم الأصـول الخارجية (أي الأصـول بالعملـة الأجنبية) متمثلـة في الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية (عدا الذهب) .

وهنا نعـالج موضوع السيـولة الدولية للنظـام المالي باعتبار أنها كـانت أحد المتغيرات المهمة التي سـاعدت على استفحـال الأزمة . وفي هـذا الصدد نتنـاول أمرين غـاية في الأهمية في مـوضوع السيـولة أولهما إدارة السيولـة الدوليـة وتدني مستـوى هذه الإدارة من ناحية ، وعدم كفاية مساعدات السيولة الدولية من جانب المؤسسات الدولية من ناحية أخرى ، إذ ساعد كلاهما على تعميق الأزمة .

فالسيولـة الدولية بحق هي مفتـاح الحماية الذاتية لأي نظام مـالي من الانهيار ، وأي دولة لديها حجم كاف من السيولة الـدولية ـ أي حجم كبير من احتياطي النقد الأجنبي بجانب توافـر مصدر مضمون وسـريع للاقتراض بالعملـة الأجنبيـة ـ مـن الصعب أن تتعـرض لأزمة العملـة أي أزمـة سعر الصرف . ومن نـاحيـة أخـرى فإن توافـر الحجم المطلوب من السيولـة الدولية يمكن أي دولة من الدفاع عن نفسهـا ضد أي هجوم من الـداخل أو من الخارج على عملتهـا ومن تقوم بـالإصـلاحـات المطلوبـة دون ضغـوط

عليها . والـدول الناشئة التي تـريد تجنب الآثار المدمرة لـلأزمات المالية عليهـا أن تقوم بحماية نفسهـا عن طريق تكـوين الرصيـد الكافي من السيـولة الـدولية أو ضمان تـوافر مصدر مضمون لها . المهم هو زيادة السيولة الدولية بتكلفة معقولة .

ولاشك في أن هـذه الحاجة إلى السيـولة الـدولية إنما تعـود إلى غياب وجـود المقرض الأخير في المجـال الـــدولي . ففي داخل أي اقتصـاد وطني يلعـب البنك المركـزي دور المقرض الأخير ، فهو المصدر الأخير للسيولة للنظام المصرفي وبالتالي للاقتصاد ككل . فأي بنك تجاري حتى ولو كان مليئا Solvent ـ بمعنى أن أصوله تفوق خصومه وذلك في حالة تقييـم الاثنين على أساس القيمة السوقيـة ـ قد لا تتوافـر لديه السيولـة الكافية لمواجهـة رغبـات المودعين إذا طلبوا جميعـا سحب ودائعهم في وقت واحـد . ولاحتـواء هجوم المودعين لسحب ودائعهم يقوم البنك المركزي بـاتباع نصيحة والتر بايهوت الذي أدلى بها منـذ قرن مضى وهي أنـه في حالـة الأزمة الماليـة على البنك المركزي أن «يقـرض بحرية ، وبسعر فائدة ينطوي على عقوبة ضمنية ، وبضمانات كافية» . ولا يوجد على المستوى الـدولي هذا المقرض الأخير . فصندوق النقـد الدولي ليس مؤهـلا للقيام بهذه المهمة ولا تتـوافر لديـه القدرة على ذلك فطاقتـه الإقراضية محدودة . ولعل وجـود صفة المقـرض الأخير في البنك المركزي إنما تعـود إلى قـدرة البنك المركزي لأي دولـة على خلق العملة المحلية التي يمكن استخدامها لسد حاجة الجهاز المصرفي للسيولة ، أما صندوق النقـد الدولي فـلا يستطيع خلق الدولارات المطلـوبـة أو أي عملة أجنبيـة أخرى لسـد حـاجة أي دولة ـ أو نظامها المالي ـ إلى السيولة الدولية .

وتـوافر السيـولة الـدولية لأي نظـام مالي يمكنـه من مواجهـة أي أزمة من الأزمـات المعروفة وعلى وجه السرعة وبكفاءة عالية ، سواء أكانت هذه الأزمة المالية هي أزمة سعر صرف Foreign Exchange Crisis، أو هي أزمـة هيكلية في النظـام المالي Balance Sheet Crisis، بمعنى أن الدولـة في حالة مـلاءة ولديها فائض في ميزان المدفـوعات ولكن الالتزامات قصيرة المدى للحكومـة والقطاع الخاص هي دون المتاح من احتياطي النقد الأجنبي . هذه الدولة قد تكـــون مليئة لكنها تعاني من نقص في السـيولة الدوليـة ـ أزمة بنـوك الاستثمار الكورية في التسعينيات (١٩٩٧) مثلا ـ أو إذا كانت أزمة مصرفية تنطوي على تزاحم المودعين لسحب ودائعهم من البنوك [١٦].

وتوافر السيولـة الدولية الكافية لأي نظام مالي يمكنه من الـوقوف في وجه المضاربين وتحركـاتهم ، وذلك عن طريق شراء العملـة المحليـة لرفع قيمتهـا (سعـر صرفها) ولـو مؤقتـا ، وذلك لعقاب هؤلاء الذين يـراهنون على انخفاضها . ليس غـريبا إذا أن يطلق على السيولة الدولية نظام الحماية الذاتية . فكلما زاد ما لدى الدولة من سيولة دولية اقتنع المودعون بعدم جدوى التزاحـم لتحويـل عملتهم المحلية إلى عملة أجنبية قبل أن ينفذ الاحتياطي الدولي ، كما أن تـوافر السيولة الدولية لأي نظـام مالي يمكن السلطات من إعادة هيكلـة البنوك الضعيفة وتقـوية قاعـدتها الرأسمالية . وهنـاك ثلاثة سبل لـزيادة السيولة الدولية : أولها محاولة التقليل قدر المستطاع من الالتزامات قصيرة المدى بالعملة الأجنبيـة ، واتخاذ الاجـراءات للحـد منهـا وعـدم تشجيعهـا (مثـال : شيلي عــام ١٩٨٢)[١٧]، أما السبيل الثـاني لزيادة السيـولة الـدولية فيتمثل في تراكم احتيـاطيات النقد الأجنبي ، ولا شـك في أن احتياطي الصين من النقد الأجنبـي والبالغ ١٤٠ بليون دولار ـ ناهيك عن احتياطي هونج كـــونج ـ إنما ينطوي على إشارة مهمة للمتعاملين في الأسـواق الماليــة وللمقيمين على السـواء وهـــو أن الصين ليس من السهل أن تجبر على الولوج في طـريق تخفيض عملتها . والواقع أن تراكم هذا الاحتيـاطي من خلال فائض ميزان المدفوعـات الجاري والاحتفاظ به أمر ينطوي على تكلفة عـالية ، ولكن المهم هو بـذل الجهود لتخفيض هـذه التكلفـة قدر المستطـاع[١٨]، أما السبيـل الثالث لـزيادة السيولة الدوليـة فيتمثل في خلق وسيلة لمنح الائتمان السريع وبالنقد الأجنبي ، أي خلق تسهيلات ائتمانية مع تقديم ضمانات كافية . ولاشك في أن الأزمة الآسيوية قد أدت إلى فتح حوار حول هذا الموضوع بشكل مكثف . ولا يمكن النظر إلى صندوق النقد الدولي كمصدر لهذا الائتمان ، لأن الطـاقة الإقـراضية للبنك الـدولي لا تزيـد كثيرا عن ٢٠٠ بليون دولار، فإذا نظـرنا إلى حـزمة إنقـاذ البرازيل عام ١٩٩٨ والبالغة ٤٢ بليون دولار أمـريكي لعلمنا مـدى قصور مـوارد الصندوق ، هـذا مقارنـة بقروض الجهـاز المصرفي الأمريكي والبالغة ٥ ترليون دولار أمريكي . وليس المجـال هنا لبحث كيفية توفير هذه التسهيـلات سواء عن طـريق الصندوق ، الحكـومات ، أم البنـوك التجاريـة العالميـة والضمانات المطلوبة لتوفير هذه التسهيلات .

ولقد سبق أن أشرنا في الفصل الرابع ، عند مناقشة تمويل ميزان المدفوعات والمديونية الخارجية لـدول الأزمة إلى تعـريف السيولة الـدولية لنظـام ما بأنها توافـر أصول سـائلة

بالعملة الأجنبية بالقدر الكافي لمواجهة الالتزامات قصيرة المدى بالعملة الأجنبية ، وأن غياب هذا التوازن أو التغطية إنما يخلق حالة من ندرة أو شح في السيولة الدولية للنظام المالي . وتتمثل الأصول السائلة في الأصول الدولية قصيرة الأجل للنظام المالي والنقد الأجنبي المتاح لدى البنك المركزي لأغراض الإقراض الأخير ، هذا بجانب القروض الدولية التي يمكن النظام المالي الحصول عليها في المدى القصير ، وأضف إلى ذلك قيمة تسييل بعض الأصول الثابتة . ولقد جرى العرف على الاستناد إلى الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية كأقرب مؤشر للأصول قصيرة المدى ، أما الخصوم الدولية قصيرة المدى فتشمل الالتزامات قصيرة المدى بالعملة الأجنبية بجانب الودائع لدى الطلب بالعملة الأجنبية في الجهاز المصرفي المحلي ، وفي حالة سيادة نظام سعر الصرف الثابت فإن الودائع تحت الطلب بالعملة المحلية تدخل في تعريف الالتزامات قصيرة المدى بالعملة الأجنبية ؛ وذلك لأنها قابلة للتحويل إلى العملة الأجنبية في أي وقت .

وحاولت العديد من الدراسات حول الأزمة الآسيوية قياس مدى السيولة الدولية للنظام المالي وكفاءتها في مواجهة الأعباء قصيرة المدى ، فقياس نسبة كمية النقود M2 إلى الاحتياطي من العملات الأجنبية (عدا الذهب) . وتجمع كافة الدراسات أن هذه النسبة متزايدة منذ بداية التسعينيات ، كما أنها عالية جدا وتمثل خطورة كبيرة[١٩]. كذلك قامت هذه الدراسات بقياس نسبة الالتزامات قصيرة المدى إلى الاحتياطي من العملات الأجنبية ، وأجمعت كافة هذه الدراسات على ارتفاع هذه النسبة عن الحد المعقول بل إنها تصل في بعض الحالات إلى الضعف وأكثر ، كما أنها متزايدة بمرور الوقت[٢٠].

ولقد حاولنا في الفصل الرابع قياس مدى السيولة الدولية للنظام المالي في دول الأزمة الآسيوية . فقمنا بقسمة الالتزامات طويلة الأجل الحالية أي التي حل أجل استحقاقها (الأقساط والفوائد) بجانب الالتزامات قصيرة الأجل (أقل من سنة) للدول الآسيوية تجاه بنوك منطقة بنك التسويات الدولية ، فوجدنا أن هذه النسبة في غاية الارتفاع في كافة الدول وخاصة في تايلاند وكوريا[٢١].

وقد حاولنا في هذا الفصل قياس مدى السيولة الدولية للنظم المالية لدول الأزمة الآسيوية معتمدين على بيانات جديدة وهي بيانات (إحصاءات بنك التسويات

الدولية ـ صندوق النقد الدولي ـ منظمة التعاون والتنمية ـ البنك الدولي ـ حول المديونية الخارجية) . ويوضح هذا البيان رصيد المديونية في نهاية العام حسب نوع المديونية ومصدرها ، ثم يحدد المديونية التي تستحق خلال عام ، أي سنة فأقل وذلك أيضا حسب النوع والمصدر ، كما يوضح البيان الاحتياطات الدولية (عدا الذهب) . ويبين الجدول رقم (١) بالملحق الإحصائي هذه البيانات ، ومن الجدول يتضح مدى ارتفاع نسبة أو معامل المديونية القصيرة (الديون التي تستحق خلال عام) إلى الاحتياطي المتاح من العملات الأجنبية (عدا الذهب). وللأسف أن هذه البيانات متاحة فقط عن عامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ ، وغير متوفرة ـ لنا على الأقل ـ عن عام ١٩٩٦ ، وبالتالي فإن هذه البيانات تخضع لبعض التحفظات لأنها تعكس الوضع بعد انفجار الأزمة وليس قبله ، ولكنها مؤشر قريب على أي حال . ويتضح من الجدول مدى تدهور هذا المؤشر حيث تتراوح النسبة في أغلب البلاد ـ باستثناء ماليزيا التي تصل فيها النسبة حوالي ٨٠٪ ـ ما بين ١٦٠ إلى ما يزيد على ٣٠٠٪.

ولا شك في أن تدهور هذه النسبة هي التي فجرت أزمة الثقة ودفعت إلى التزاحم من أجل التخلص من الأصول المقومة بالعملات الآسيوية وإلى سحب الودائع نظرا للاقتناع بأن المتاح من السيولة لن يكفي لمواجهة الالتزامات ومن هنا فإن السياسة المثلى هي الإسراع بالخروج ، وبالتالي تحول الأمر إلى سباق من يصل أولا يحصل على نصيبه .

ولقد كان هذا المؤشر المتعلق بالسيولة الدولية هو من أهم المؤشرات التي أثرت في سلوك الأسواق المالية . إلا أن الأمر لم يقف عند هذا الحد إنما تخطاه إلى ما هو أكبر ، ذلك أن برنامج الإنقاذ الذي قدمه صندوق النقد الدولي لكل بلد على حدة من بلدان الأزمة لم يكن يكفي لمواجهة التزاماتها الحالية بل كان دون ذلك بكثير ، على عكس الحال في المكسيك عامي ١٩٩٤ - ١٩٩٥ ، ذلك أن برنامج الإنقاذ المكسيكي (٥٠ بليون دولار) كان أكبر من حجم السيولة المطلوبة لمواجهة الموقف ، وبالتالي تم سداد ديون الدائنين ـ خاصة حاملي أوراق الدين الحكومية ـ ومواجهة الالتزامات الأخرى وبسرعة ، ومن هنا تم القضاء على الأزمة وبسرعة ولم تمتد زمنا طويلا أو تتعمق وإن كانت آثارها قد انتقلت إلى غيرها من الدول في أمريكا اللاتينية . وكان برنامج الإنقاذ المكسيكي مؤشرا مهما للأسواق ينطوي على خطاب واضح وهو أن الصندوق ومن ورائه

الولايات المتحدة جادان في مواجهة الأزمة والتصدي لها وبسرعة وبكل الوسائل . وكان الأمر غير ذلك في حالة الدول الآسيوية ، ذلك أنه على عكس حالة المكسيك كانت برامج الإنقاذ تقل كثيرا عن الحجم المطلوب لمواجهة الأزمة[٢٣] ، ولقد كان ذلك مؤشرا مهماً للأسواق المالية استوعبته جيدا واقتنعت أن القضاء على الأزمة واقتلاعها من جذورها كما هو الحال في المكسيك ليس متاحا أو لا توجد النية له في القريب العاجل ، بمعنى آخر لم يغب عن الأسواق هذا الفرق بين الحالة الآسيوية وحالة المكسيك . لذلك تعمقت الأزمة تحت ضغط طوابير الخروج من العملات والأصول الآسيوية ، واستمرت تجرجر في أذيالها فترة زمنية طويلة . هذه قضية مهمة علينا أن نأخذها في الحسبان عند تقييم الأزمة وتقدير برامج الإنقاذ المقدمة ، ويوضح الجدول رقم (٢) بالملحق الإحصائي حجم برامج الإنقاذ ومصادرها في كل من الأزمة الآسيوية والأزمة المكسيكية .

وقد أصبحت المساهمة النسبية لكل من المصادر الرسمية والقطاع الخاص في برامج الإنقاذ المالية العالمية محل حوار كبير منذ الأزمة المالية المكسيكية وكذلك الأزمة المالية الآسيوية ، «ذلك أنه في أثناء أزمة المديونية العالمية في الثمانينيات فإن الترتيبات المالية (التسويات) تمت بناء على رغبة الحكومات ، بين البنوك الدائنة والحكومات أو المنظمات الحكومية المدينة التي لم تكن قادرة على خدمة ديونها . ولقد كانت المفاوضات طويلة ومضنية حتى تم في النهاية عملية إعادة الجدولة»[٢٤]، وارتبطت المساعدات الرسمية في مجال السيولة بموافقة البنوك الدائنة على مد آجال استحقاق ديونها . ولم يتكرر هذا الأمر في أثناء الأزمة المكسيكية عامي (١٩٩٤ - ١٩٩٥) لأن الالتزامات الدولية للمكسيك تمثلت في حيازة أوراق دين قصيرة الأجل أصدرتها الحكومة المكسيكية ، ومن هنا استطاع هؤلاء الحصول على حقوقهم كاملة من خلال المساعدات الرسمية الضخمة للمكسيك . «ولاشك في أن تغطية الالتزامات الدولية قصيرة الأجل بواسطة برنامج المساعدات المالية للمكسيك ربما يكون قد خلق سابقة مهمة ومعيارا فعالا استخدمته الأسواق المالية في تقدير وتقييم برامج الإنقاذ الآسيوية» [٢٥].

هوامش الفصل السادس

١- J. Sachs "Recipe For Disaster" World Link, World Economic Forum, Jan.-Feb. 1998, P.15.

٢- Stanly Fisher, "Asia and the IMF", IMF Seminar, Sept. 19, 1997.

٣- International Monetary Fund "The IMF's Response to the Asian Crisis", October 1998, w.w.w.imf.org/external/np/exr/facts/asia.

٤- BIS, "68th Annual Report", April 1997 - March 1998, June 1998, Basle, PP. 136 - 137.

٥- J. Sachs, "Recipe For Disaster", Opcit P.15.

انظر أيضا R. Wade & F. Veneraso: "The Asian Crisis": The High Debt Model VS The Wall Street - Treasury - IMF Complex", March 1998, Opcit, P.2.

٦ ـ ففي عام ١٩٩٤ بلغ الناتج القومي الياباني ٤,٣ ترليون دولار أمريكي ، في حين بلغ الناتج القومي في مجموع الدول الآسيوية الخمس ٨٠٧ بليون دولار أمريكي .

٧- Bank of Tokyo - Mitsubishi, "Rabidly Growing Imports Reflect Structural Change in Japan", Tokyo - Mitsubishi Review, Vol. I, No.1, June 1996, P.3.

٨- Ibid, PP.4 - 5.

٩- Martin Khar, "SEA Currency Turmoil Renews Concern on Financial Speculation", Third World Resurgence, No.86, P.15.

١٠- Ibid, P.15.

١١- Ibid, P.16.

١٢ Ibid, P.16.

١٣- Bernanrd Lietaer. "Global Currency Speculation and its Implications", Third World Resurgence, No. 87/89, 1997, P.15.

١٤- Ibid, P.17.

١٥- Martin Khor, Opcit, P. 16.

١٦- M. Feldestein, "Self Protection For Emerging Markets", NBER, Working Paper No. 6907, Opcit, PP. 9 - 10.

١٧ـ Ibid, P.13.

١٨ـ Ibid, PP. 14 - 15.

١٩ ـ انظر في هذا الصدد G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini, "What Caused The Asian Currency and Financial Crisis", Part I, Macroeconomic View, NBER working paper No. 6833, Dec. 1998, Statistical Appendix.

انظر أيضا S. Rodalet & J. Sachs, "The Onset of the East Asian Crisis", NBER working paper No. 6680, Aug. 1998. Statistical Appendix

انظر أيضا R. Change & A. Velasco, "The Asian Liquidity Crisis", NBER working paper No. 6796, Nov. 1998. Statistical Appendix.

٢٠ ـ انظر الدراسات السابقة ذاتها في رقم (١٩) حيث قامت بنسبة الالتزامات قصيرة الأجل إلى الاحتياطي من العملات الأجنبية ، وتكاد تصل جميعها إلى النتائج ذاتها وهو ارتفاع هذا المعامل ارتفاعا خطيرا خاصة في حالتي كوريا وتايلاند وكذلك إندونيسيا .

٢١ـ انظر الفصل الرابع – الملحق الإحصائي .

٢٢ـ Joint BIS - IMF - OECD - World Bank Statistics on External Debt.

٢٣ـ BIS, "68th Annual Report", April 1997 - March 1998, Basle June 1998, P. 134.

٢٤ـ Ibid, P.135.

٢٥ـ Ibid, P.135.

الملحق الإحصائي

الفصل السادس

جدول رقم (١)

رصيد المديونية قصيرة الأجل والاحتياطيات الدولية ديسمبر عام ١٩٩٧

(مليون دولار أمريكي)

	إندونيسيا	كوريا	ماليزيا	الفلبين	تايلاند
المديونية الخارجية - كافة آجال الاستحقاق					
أ - القروض المصرفية	٦٠,٥٣٩	٨٨,٠٧٥	٢٥,١٥٦	١٤,٥٤٧	٦٧,٢٦٥
ب - أوراق دين صدرت في الخارج	٧,٠٧١	٤٩,٥٨٤	١٢,٦٤٥	٨,٢٣٤	١١,٧٠٤
ج - سندات برادي	-	-	-	٢,٢٢٩	-
د - ائتمان تجاري غير مصرفي	٩,٢٠٣	٢,٠٠١	١,٩٣٤	٣,٧٧٨	٨,٢٢٢
هـ - مؤسسات دولية متعددة الأطراف	١٣,٦٧٦	١٥,٦٤٤	٧٥٨	٥,٢٢٩	٤,٢٥٥
و - قروض ثنائية رسمية	٢١,٦٠٠	٢,٣٩٢	١,٦٨٧	٩,١٨٢	٧,٦٧١
المديونية المستحقة خلال عام					
ز - التزامات تجاه البنوك	٣٥,١٠٤	٥٨,٧٩٥	١٤,٤١٩	١١,٩٠٠	٣٨,٥١٢
ح - أوراق دين صدرت في الخارج	٩٠٨	٥,٧٨٩	٦٣٠	٩١٥	٢٩٩
ط - ائتمان تجاري غير مصرفي	٢,٤٩٤	١,٥٧٢	١,٦٧٦	٨٧٦	٣,٦٣٨
بنود أخرى					
ي - كافة الالتزامات للبنوك	٦٢,٧٨٦	١٠٣,٩١٤	٢٩,٠٧٧	١٦,٦١٣	٧٩,٦٥٥
ك - التزامات البنوك المجمعة	٥٨,٠٤٥	٩٣,٦٦٨	٢٧,٣٣٣	١٩,٧١٤	٥٨,٥١٥
ل - الاحتياطيات الدولية	١٦,٥٨٧	٢٠,٣٦٨	٢٠,٧٨٨	٧,٢٦٦	٢٦,١٧٩
نسبة (ز + ح + ط) / ل ٪	٪٢٣٢	٪٣٢٥	٪٨٠	٪١٨٨	٪١٦٢

المصدر : BIS, Press Release. Ref. X/O: 28/1999E, 19 June 1999, "Joint BIS - IMF - OECD - World Bank Statistics on External Debt", Table (1).

الملحق الإحصائي

الفصل السادس

جدول رقم (٢)

الالتزامات المالية الرسمية تجاه الأزمة الآسيوية

(بليون دولار أمريكي)

مصدر التمويل / الدولة	صندوق النقد الدولي	البنك الدولي	بنك التنمية الآسيوي	التزامات ثنائية	إجمالي
تايلاند	٣,٩ (٥٠٥٪ من الحصة)	١,٩	٢,٢	١٢,١	٢٠,١
إندونيسيا	١٠,١ (٤٩٠٪ من الحصة)	٤,٥	٣,٥	٢٢,٠	٤٠,٠
كوريا	٢١ (١٩٣٩,١٪ من الحصة)	١٠,٠	٤,٠	٢٢,٠	٥٧,٠
إجمالي	٣٥	١٦,٤	٩,٧	٥٦,١	١١٧,١
المكسيك	١٧,٨ (٦٨٩٪ من الحصة)	١,٥	١,٣*	٢١,٠**	٥١,٦

* بنك التنمية الآسيوي الدولي .

** بالإضافة لتسهيلات ائتمانية قدرها ١٠ بليون دولار من البنوك المركزية للدول العشر الكبار .

المصدر : BIS, "68 th Annual Report", April 1997 - March 1998, June 1998, Basle, P. 134, Table VII.9.

الفصل السابع

عـدوى الأزمة وآثارها

(أ) مقدمة :

يتضح من عنوان هـذا الفصل أننا نفرق بشكل واضح بين عدوى الأزمـة وآثارها؛ ولذا وجب في البـداية أن نشير إلى طبيعة هـذا الفرق وإلى تعـريف كل منهما وحدوده . فعدوى أي مرض هي انتقاله بكل سماته وصفـاته وخصائصه من مريض إلى آخر. فإذا لم ينتقل المرض بكل خصائصه من مريض إلى آخر انتفت صفة العدوى. وهناك وسائل وآليات عـديدة لانتقـال عدوى الأمراض ، إذ يتـوقف كل منها على طبيعـة هذا المرض ونوعـه ـ فانتقـال عدوى مـرض الأنفـلونزا غير انتقـال عدوى الأمـراض الجلديـة أو المعوية. . . إلخ . وحينما نقـول بعدوى الأزمة المالية الآسيوية فإننـا نعني بذلك انتقال الأزمـة بكـل سماتها وخصـائصها ـ مثـل انهيـار سـعر الصرف وأسعار الأصـول المالية والعقارية ـ من دولة إلى أخرى وفي هذا الصدد علينا أن نبحث عن آليات العدوى التي انتقلت من خلالها الأزمة من دولـة لأخرى. سواء تعلق الأمر بـانتقالها بين دول الأزمة ، أي انتقالها من تايـلاند إلى ماليزيا إلى الفلبين. . . وهكذا ، أو تعلق الأمـر بانتقالها من دول الأزمة إلى دول أخـرى خارج الأزمة مثل انتقال عـدوى الأزمة من تايلانـد إلى دولة التشيك أو انتقـال الأزمـة إلى كل من روسيا أو البرازيل، بمعنـى انهيار أسعـار الصرف وأسعار الأصـول في هذه الـدول . ويتطلب ذلك دراسـة آليات العـدوى للتعرف على كيفية ونمط انتقالها . أما آثار الأزمة فتعالج قضيـة أخرى، فلكل أزمة تداعياتها وآثارها

الاقتصادية والاجتماعية والسياسية. وآثار الأزمة سواء في الدول التي حدثت فيها الأزمة أو الدول الأخرى التي تربطها بدول الأزمة علاقات اقتصادية تظهر من خلال حركة المتغيرات الاقتصادية الكلية كالصادرات والواردات والطلب المحلي (الاستثماري والاستهلاكي) وميزان المدفوعات ومعدلات التضخم ومعدلات نمو الناتج المحلي والبطالة.. إلخ، وتؤثر حركة هذه المتغيرات في معدل استغلال الطاقات الإنتاجية وإيقاع النشاط الاقتصادي وتوزيع الدخل ومستوى المعيشة للقاعدة العريضة من المواطنين وبالتالي تؤثر في أوضاعهم الاجتماعية، ومن خلال ذلك في الاستقرار السياسي والاجتماعي. وتنتقل آثار الأزمة إلى الدول الأخرى من خلال حركة المتغيرات الإجمالية الأخرى. وسوف نتناول في هذا الفصل آثار الأزمة أولا في دول الأزمة ذاتها ثم في الدول الأخرى.

(ب) آثار الأزمة في دول الأزمة:

ترتب على الأزمة آثار اقتصادية واجتماعية بعيدة المدى. وقبل الدخول في مدى تأثير الأزمة على إيقاع حركة المتغيرات الإجمالية في دول الأزمة الآسيوية فإننا نود أن نشير إلى أن آليات التصحيح التي تم بواسطتها إغلاق الفجوات التي نشأت عن الأزمة كان لها الدور الأساسي في تحديد كيف تولدت الآثار وأبعاد هذه الآثار. فعجز ميزان المدفوعات مثلا الذي أدى إلى انهيار أسعار الصرف لم يتم تصحيحه عن طريق زيادة الصادرات ومن ثم زيادة الإنتاج والدخل في الأنشطة التصديرية، ولم يتم عن طريق زيادة الإنتاج في أنشطة إحلال الواردات، ولكن تمت عملية التصحيح من خلال الانخفاض الحاد والسريع في الواردات الناجم عن انخفاض قاس وشديد في الطلب المحلي (العام والخاص والاستهلاكي والاستثماري)[1]. أما لماذا حدث التصحيح بالشكل المشار إليه آنفا فأمر لن نناقشه الآن بالتفصيل بل سوف نرجئه إلى الفصل القادم حينما نتناول بالتحليل بعض القضايا المهمة التي أفرزتها الأزمة.

فقد تراجع كل الإنفاق العام الاستثماري والجاري مما أدى إلى تخفيض الواردات، كما تراجع أيضا الإنفاق الخاص الاستهلاكي والاستثماري سواء للقطاع العائلي أو لوحدات قطاع الأعمال وذلك تحت تأثير تراجع مستويات ومعدلات نمو الدخل لكل

من الوحـدات الإنتاجية والاستهلاكيـة ونتيجة لفعل أثر الثروة النـاجم عن الانخفاض الحاد في أسعار الأصول العقارية والمالية . وقد ترتب على هذا التراجع في الطلب المحلي انخفاض معدل استغلال الطاقات الإنتـاجية في الأنشطة الاقتصادية المختلفة ومن ثم تراجع معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي . ويشير الجدول رقم (١) بالملحق الإحصائي إلى التراجع الحاد في معـدلات نمـو النـاتج المحلي الحقيقي في دول الأزمـة . فـانخفض معدل النمـو السنوي للنـاتج المحلي الإجمالي في إندونيسيـا من ٨,٧٪ عام ١٩٩٦ إلى معدل سنـوي نسبته ٧,٤٪ عام ١٩٩٧ ، ثم انخفض النـاتج المحلي الإجمالي بنسبـة (٥,١٣٪) عام ١٩٩٨ أي حقق الناتج المحلي الإجمالي نموا سالبا بنسبة ٥,١٣٪ . أما في كوريا الجنوبية فقد انخفض معـدل الزيادة السنوي في الناتج المحلي الإجمالي إلى نسبة ٠,٥٪ عام ١٩٩٧ مقارنة بمعـدل نمو نسبته ٨,٦٪ عـام ١٩٩٦، في حين تقلص النـاتـج المحلي الإجمالي عام ١٩٩٨ بنسبة (-٨,٥٪). وقد انخفض معـدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الفلبين عـام ١٩٩٧ انخفاضا طفيفا مقـارنة بمستوى عام ١٩٩٦ ، حيث انخفض معدل النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي من نسبة ٨,٥٪ عام ١٩٩٦ إلى نسبة ٢,٥٪ عـام ١٩٩٧ ، في حين حقق النـاتج المحلي الإجمالي انخفاضـا نسبتـه ٥,٠٪ عام ١٩٩٨ . وتجدر الإشارة هنـا إلى أن الفلبين كانت أقل الدول تأثرا بـالأزمة واستمـرت صادراتها في الـزيـادة استجابـة لتخفيض عملتهـا نتيجة لتركيب صـادراتها السلعي من ناحيـة والجغرافي من نـاحية أخـرى . وتشير بيانات تـايلانـد إلى انخفاض النـاتج المحلي الإجمالي عام ١٩٩٨ بنسبـة ٢,١٠٪ مقـارنـة بعام١٩٩٧ ، في حين كـان الانخفاض طفيفا عام ١٩٩٧ مقارنة بعام١٩٩٦ . ويمكن القول إنه بافتراض استمرار بقاء الأمور في حـالة طبيعية (أي باستبعـاد حصول أي أزمة ماليـة) فإن معدلات النمو التي تحققت عـام ١٩٩٦ كـان من المتوقـع لها أن تستمر عـام ١٩٩٧ وعام ١٩٩٨على الأقل، ومن ثم فإن الفرق بين مستـويات النـاتج المحلي الإجمالي الحقيقي لكل من عام ١٩٩٧ وعام ١٩٩٨ التي كـان يمكن أن يتحقق بافتراض سريـان معـدلات نمو عـام ١٩٩٦ ، ومستويات النـاتج المحلي الإجمالي الذي تحقق خلال هذيـن العامين فعلا إنما يمثل أحد الآثار المباشرة لـلأزمة وأحد أهم مكونات التكلفة الاجتماعيـة للأزمة في هذه البلدان .

وتشير بيانات الجدول رقم(١) بالملحق الإحصائي إلى بعض مكونات الطلب المحلي

الإجمالي بالأسعار الثابتة لعام ١٩٩٥ وبصورة خاصة الاستهلاك النهائي الخاص (العائلي) والاستثمار الثابت الإجمالي . ففي كوريا وتايلاند تراجع كل من الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري بشكل حاد خلال عامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ ، ففي كوريا الجنوبية تراجع معدل نمو الاستهلاك الخاص السنوي (بأسعار عام ١٩٩٥) من نسبة ٩,٧٪ عام ١٩٩٦ إلى معدل نمو نسبته ٥,٤٪ عام ١٩٩٧ ، في حين تقلص الاستهلاك الخاص بنسبة (-٧,٨٪) خلال عام ١٩٩٨ ، وفي تايلاند بينما حقق الاستهلاك النهائي الخاص (الحقيقي) زيادة نسبتها ٧,٣٪ عام ١٩٩٦ انخفض مستوى الاستهلاك - أي حقق معدلا سالبا للنمو - بنسبة (-١,٥٪) عام ١٩٩٧ ثم انخفض مرة أخرى عام ١٩٩٨ بنسبة (-٥,١٤٪) . وكان الانخفاض في الاستثمار الثابت الإجمالي أكثر حدة في أعقاب الأزمة . ففي كوريا حقق الاستثمار الثابت الإجمالي (بالأسعار الثابتة لعام ١٩٩٥) زيادة نسبتها ٢,٨٪ عام ١٩٩٦ وهو العام السابق على حدوث الأزمة ، في حين انخفض مستوى الاستثمار عام ١٩٩٧ بنسبة ٣,١٪ مقارنة بعام ١٩٩٦ ، بينما بلغ تقلص مستوى الاستثمار الثابت ٢٠٪ عام ١٩٩٨ مقارنة بمستوى عام ١٩٩٧ . وكذلك الحال في تايلاند فبينما حقق الاستثمار الثابت الإجمالي زيادة نسبتها ١,٣٪ عام ١٩٩٦ تراجع تراجعا حادا عام ١٩٩٧ حيث سجل انخفاضا نسبته ٤,٢٥٪ ، في حين بلغ حجم الانخفاض ٧,٢٤٪ عام ١٩٩٨ . وفي إندونيسيا تراجع معدل نمو الاستهلاك الخاص السنوى من نسبة ٣,٩٪ عام ١٩٩٧ إلى نسبة ٦,٨٪ عام ١٩٩٨ مقارنة بزيادة نسبتها ١٠٪ عام ١٩٩٦ إلا أنه سجل انخفاضا حادا نسبته ٦٣٪ عام ١٩٩٨. وكذلك الأمر في الفلبين فبينما سجل الإنفاق الاستهلاكي الخاص زيادة نسبتها ٢,٤٪ عام ١٩٩٧ مقارنة بزيادة نسبتها ٨,٣٪ عام ١٩٩٧ إلا أن معدل الزيادة انخفض إلى ٤,٢٪ عام ١٩٩٨ ، أما في حالة الاستثمار الثابت الإجمالي فقد سجل انخفاضا نسبته ٤,١٤٪ عام ١٩٩٨ مقارنة بزيادة نسبتها ١٦٪ عام ١٩٩٧ وزيادة نسبتها ٢,١٠٪ عام ١٩٩٦.

هذه الصورة السابقة لتراجع معدل زيادة الاستهلاك والاستثمار في بعض الأحيان وتقلص مستوى كل من الاستهلاك والاستثمار ومن ثم تحقيق معدل نمو سالب في حالات أخرى إنما تعود في جزء منها إلى تراجع الدخل الشخصي المتاح للإنفاق لأسباب سوف نشير إليها في حينها ، كما تعود إلى أثر الثروة الناجم عن تراجع أسعار الأصول

المادية والمالية . ويشير الجدول رقم (٢) بالملحق الإحصائي إلى حجم الانخفاض في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية لدول الأزمة فيما بين يونيو عام ١٩٩٧ وديسمبر عام ١٩٩٧ ، حيث تشير بيانات القيم السوقية للأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية الكورية إلى انخفاض نسبته ٧٢٪ ، في حين بلغ الانخفاض ٦٧٪ في إندونيسيا ، و ٤٦٪ في تايلاند ، و ٥١٪ في الفلبين ، و ٦٥٪ في ماليزيا . وكما هو معروف يؤدي الارتفاع السريع في الثروة إلى تشجيع الاقتراض حيث تنخفض نسبة المديونية إلى الثروة أو إلى حقوق الملكية ، إلا أنه من ناحية أخرى فإن الانخفاض الحاد والسريع في قيم الأصول ومحاولة المدينين تصحيح أوضاعهم قد يؤدي إلى نتائج غاية في الخطورة منها تراجع معدلات ومستويات الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري الخاص . وهذا ما حدث في اليابان في أوائل التسعينيات بعد انفجار بالون أسعار الأصول ، وهو ما حدث أيضا في دول شرق وجنوب شرق آسيا .

وكان لابد لهذا التراجع الحاد في معدلات زيادة الإنفاق الخاص وفي تقلص مستوياته في بعض الأحيان أن يترجم نفسه في شكل انخفاض الطلب على الواردات . ويوضح الجدول رقم (١) بالملحق الإحصائي لهذا الفصل أن معدل الزيادة السنوي في الواردات قد انخفض من نسبة ٨٪عام ١٩٩٦ إلى ٥ , ٤٪عام ١٩٩٧ في حين انخفضت الواردات عام ١٩٩٨ بنسبة ٣٠٪ مقارنة بمستوى عام ١٩٩٧ ، بينما انخفضت الصادرات بنسبة ٥ , ١٠٪ عام ١٩٩٨ مقارنة بزيادة نسبتها ١٢٪عام ١٩٩٧ .

وتشير بيانات كوريا الجنوبية إلى تقلص حجم الواردات عام ١٩٩٧ بنسبة ٢ , ٢٪ وذلك مقارنة بزيادة نسبتها ٣ , ١٢٪ عام ١٩٩٦ وزيادة نسبتها ٣٢٪ عام ١٩٩٥ . ولا توجد بيانات عن الواردات خلال عام ١٩٩٨ كله ولكن تؤكد البيانات المتاحة أنه خلال الأرباع الثلاثة الأولى من عام ١٩٩٨ انخفضت الواردات بنسبة ٣٨٪وذلك مقارنة بمستوى الواردات في الأرباع الثلاثة الأولى من عام ١٩٩٧ . كما تشير البيانات أيضا إلى تراجع حجم الصادرات خلال الأرباع الثلاثة الأولى عام ١٩٩٨ بنسبة ٦ , ٣٪ مقارنة بالفترة المقابلة من عام ١٩٩٧ .

وتشير بيانات الفلبين إلى تراجع المعدل السنوي لزيادة الواردات من نسبة ٢٠٪ عام ١٩٩٦ إلى معدل سنوي نسبته ١٤٪ عام ١٩٩٧ في حين حققت الواردات انخفاضا

نسبته ٨ ,١٨٪عام ١٩٩٨ ، أما تايلاند فقد استمرت الواردات عام ١٩٩٦ عند مستواها عام ١٩٩٥ ، بينما سجلت انخفاضا ملحوظا عام ١٩٩٧ بلغت نسبته ٧ ,١٣٪ ، وزاد الانخفاض حدة عام ١٩٩٨ حيث بلغ نسبة ٧ ,٣٣٪ مقارنة بمستوى عام ١٩٩٧ . أما الصادرات فقد انخفضت عام ١٩٩٨ بنسبة ٩ ,٦٪ مقارنة بزيادة نسبتها ١ ,٤٪عام ١٩٩٧ . وحتى كتابة هذه السطور (أكتوبر عام ١٩٩٩) لم تكتمل بيانات ماليزيا لعام ١٩٩٨ ، وتشير بيانات الواردات لعام ١٩٩٧ إلى زيادتها بنسبة ٣ ,١٪ مقارنة بزيادة نسبتها ٧ ,١٪عام ١٩٩٦ في حين بلغ معدل نمو الصادرات عام ١٩٩٧ ٣ ,١٪ مقارنة بزيادة نسبتها ١ ,٧٪عام ١٩٩٦ .

ولا تقتصر آثار الأزمة عند حدود التراجع في معدلات زيادة المتغيرات الإجمالية أو حتى تقلص مستوياتها ، إذ ترتب على الأزمة ومن خلال حركة المتغيرات الإجمالية تأثيرات بعيدة المدى على الجوانب الاجتماعية ومستوى معيشة الطبقات الدنيا ، ومن هنا لزم دراسة تأثير هذه الأزمة على حالة الفقر في هذه البلدان لدى القاعدة العريضة من المواطنين . ويحتل هذا الموضوع أهمية حيوية ، خاصة أن هذه البلدان ـ بلدان الأزمة الآسيوية الخمس ـ قد حققت معدلات غير مسبوقة في التاريخ الإنساني للقضاء على الفقر ممثلا بمتوسط الدخل الفردي أو بمستويات الصحة والتعليم ، وبمعدلات أسرع بكثير من تلك التي حققتها الدول الصناعية المتقدمة في فترات انطلاقها السريعة[1] . ولقد أشرنا سابقا إلى سلوك المؤشرات المتعلقة بمستوى المعيشة وبالتنمية البشرية التي حققتها هذه المجموعة من الدول الآسيوية خلال ربع القرن الماضي السابق على انفجار الأزمة المالية . وحينما نناقش آثار الأزمة المالية الاجتماعية فإننا سوف نركز على موضوعين مهمين موضوع البطالة وموضوع مؤشرات الفقر (مستوى المعيشة) كنتاج لسلوك المتغيرات الكلية السابق الإشارة إليه . ولا شك في أن حالة الانكماش الاقتصادي الذي يعكسه سلوك هذه المتغيرات قد أثر تأثيرا بالغا في حياة و معيشة الملايين من سكان هذه الدول . وقد ترتب على هذا الانكماش الحاد في مستويات النشاط الاقتصادي زيادة مستويات الفقر وسوء التغذية وتراجع الإنفاق العام على الصحة والتعليم ، وزيادة معدلات الجريمة والعنف ، وتختلف آثار الأزمة من دولة إلى أخرى إذ تبلغ حدتها في إندونيسيا بينما تقل هذه الحدة في كوريا وماليزيا وتايلاند .

ففي تايلاند زادت البطالة بنسبة ٥٠٪ منذ بداية الأزمة لتصل إلى ٥ , ١مليون نسمة (فبراير ١٩٩٨)، وكان من المتوقع أن يصل معدل البطالة إلى ٦٪ من القوة العاملة في نهاية عام ١٩٩٨ . ووصل معدل البطالة في كوريا إلى ٧٪ من القوة العاملة وذلك في يونيو عام ١٩٩٨ ومن المتوقع أن يؤثر في ما يقرب من ٢ مليون عامل خلال عام ١٩٩٨ وذلك مقارنة بحوالي نصف مليون عامل عام ١٩٩٧[٣] وبالنسبة للفلبين زادت البطالة بحوالي مليون نسمة خلال الفترة من إبريل عام ١٩٩٧ إلى إبريل عام ١٩٩٨ ليصل مستواها إلى ٨ , ١٣٪ من القوة العاملة[٤] وتشير بعض التقديرات الرسمية في إندونيسيا إلى احتمال وصول عدد العاطلين إلى ١٠ ملايين عامل في الأشهر الأولى من عام ١٩٩٩ وذلك مقارنة بحوالي ٥ , ٤ مليون عاطل (٩ , ٤٪ من حجم القوة العاملة) عام ١٩٩٦ . ولاشك في أن هذه الزيادة في أعداد العاطلين في دول الأزمة سوف تترجم نفسها في صورة انخفاض معدلات الأجور ، انخفاض مستويات المعيشة والتغذية ، زيادة التوتر الاجتماعي ، الاختلالات الاجتماعية داخل الأسرة ، زيادة العنف والجريمة، العودة إلى الريف وتفاقم عدد العاطلين بها ، دخول جزء كبير من هؤلاء العاطلين الجدد إلى القطاع غير المنظم وما ينطوي عليه ذلك من آثار اجتماعية واقتصادية بالغة الأهمية . وقد ساعد على تدهور الحال في كل من إندونيسيا والفلبين وتايلاند الجفاف الشديد الذي لحق بهذه البلاد نتيجة لرياح «النينو» ، هذا بجانب ما ترتب على تخفيض أسعار صرف عملات هذه الدول من آثار على ارتفاع الأسعار . إذ تشير بعض الدراسات إلى تضاعف أسعار العديد من الأدوية ، كما زاد الرقم القياسي لأسعار المستهلك فى إندونيسيا بنسبة ٣٨٪ فيما بين يونيو عام ١٩٩٧ و مارس عام ١٩٩٨ في حين بلغت الزيادة في الجزء الخاص بالسلع الغذائية في الرقم القياسي نسبة ٥٠٪ خلال ذات الفترة .

أما عن أثر الأزمة على الفقر ومدى انتشاره فقد حاولت دراسة للبنك الدولي بحث تأثير الانخفاض في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي على الفقر في المستقبل في ظل فروض معينة بديلة متعلقة بتوزيع الدخل القومي في دول الأزمة الآسيوية ، وذلك باستخدام مقياسين لخط الفقر ، المقياس الأول هو دولار واحد للفرد في اليوم (على أساس القوة الشرائية لأسعار العام ١٩٨٥)، وهو يكاد يقرب من مقياس خط الفقر المستخدم في الدول النامية الفقيرة (ويقرب من خط الفقر المستخدم في إندونيسيا)، أما

المقياس الثاني لخط الفقر فيمثل ٢ دولار أمريكي للفرد في اليوم وهـو ما يقرب من خط الفقر المستخدم في الدول النامية متوسطة الدخل ، ففي مـاليزيا وتايلاند يكاد لا يوجد إلا عدد ضئيل للغاية من الأسر التي تعيش عنـد مستوى أو أقل من مستوى خط الفقر الأول (دولار في اليوم) في حين يصل عـدد من يعيشون تحت خط الفقـر الثاني (٢ دولار في اليوم) حوالي ١٥٪ إلى ٢٠٪ من السكان ، على العكس من إندونيسيا والفلبين حيث يعيش نصف السكان تحت خط الفقر الثاني (٢ دولار في اليوم) (٥) .

ولا شك في أن الفقر يتسم بارتفاع حساسيته الشديدة للتغيرات في كل من معدلات النمو والتغير في نمط توزيع الدخل القومي . وقـد حاولت الدراسة المذكورة تتبع الآثار المترتبـة على الانخفـاض في الـدخل أو الاستهـلاك الكلي بنسبـة ١٠ ٪ فيما بين عـامي ١٩٩٧ و ٢٠٠٠ باستخدام خط الفقر الأول (دولار أمـريكي في اليوم) في حالة الفلبين وإندونيسيا وباستخـدام خط الفقر الثاني (٢ دولار أمريكي في اليوم) لكل من مـاليزيا وتايلاند ، وذلك بافتراض عـدم حدوث تغير في نمط أو هيكل توزيع الدخل . وتشير النتائج إلى أنه مع عدم حدوث تغير في هيكل توزيع الدخل القومي فإن انخفاضا نسبته ١٠٪في الـدخل أو الاستهلاك سـوف يؤدي إلى تضـاعف الفقـر في إندونيسيـا في حين سوف يتزايـد الفقر بنسبة ٣٥٪ إلى ٥٠٪ في كل من الفلبين وتـايلانـد وماليزيـا . فإذا تدهـور هيكل توزيع الدخل فإن الأثـر على حجم الفقر سوف يكـون أعظم . ويقاس التغـير في هيكل توزيع الدخل بمـدى التغير في معامل جيني(٦) . فبالنسبة لإندونيسيا ــ مثلا ــ فإن زيادة نسبتهـا ١٠٪ في معامـل جيني (أي تـدهور تـوزيع الدخل بنسبـة ١٠٪) سوف تؤدي إلى زيادة الفقر بثلاثة أضعاف حيث يقفز عند الفقراء من نسبة ٧٪ من السكان إلى ما يزيد على ٢٠٪ من السكان ، على العكس إذا تحسن تـوزيع الدخل بنسبة ١٠٪ فإن معدلات الفقر سوف تظل على ما هي عليه .

ولقد قامت الدراسة بعد ذلك بتصور أكثـر سيناريوهات النمو ملائمة لظروف كل دولة من دول الأزمـة على حدة خلال الفترة ١٩٩٨ـ ٢٠٠٠ . فبالنسبة لإندونيسيا فإن الانخفاض الشديد المتوقع في معدل النمو سوف يؤدي إلى إضافة ١٠٪ من السكان إلى من هم تحت خط الفقر عند حلول عام ٢٠٠٠ حتى ولو لم يتغير هيكل توزيع الدخل القومي ، ويعني ذلك زيـادة عدد السكان تحت خط الفقر (دولار للفـرد في اليوم) من



١٣ مليون عام ١٩٩٧ (حسب التقديرات المتاحة) إلى ٣٤ مليون في عام ١٩٩٩ و عام ٢٠٠٠ ، ومقارنة بحوالي ٢٢ مليون عام ١٩٩٥ و ٥٣ مليون عام ١٩٨٥[٧].

(جـ) آثار الأزمة على بقية أجزاء العالم :

من الصعب أن نتناول بالتفصيل تأثير الأزمة المالية الآسيوية في حركة الاقتصاد الحقيقي لكافة بلاد أو مناطق العالم ، فالبيانات المتاحة حتى الآن لا تسمح بذلك ، ومن ناحية أخرى يصعب في بعض الحالات عزل آثار الأزمة على حركة المتغيرات كميا ، بمعنى أن الانخفاض في الناتج المحلي قد يكون راجعا إلى عوامل أخرى غير متغيرات الأزمة . كذلك فحين ندرس آثار الأزمة فإننا لا نعني بذلك أن آثارا الأزمة على الدول الأخرى كانت جميعها سلبية ، فقد ولدت حركة بعض المتغيرات آثار إيجابية ، مثال ذلك التراجع الحاد الذي ساد السوق الدولي للمواد الأولية بما فيها النفط ومن ثم الانخفاض السريع والكبير في أسعار المواد الأولية كانت له آثار إيجابية على معدلات التضخم في العديد من الدول الصناعية المتقدمة . كذلك سنحاول في دراستنا تركيز دراسة الآثار على عدد محدود من البلاد أو المناطق . فسوف نستبعد الدول الآسيوية [٨] الأخرى عدا اليابان ، هذا بالإضافة إلى الولايات المتحدة وأوربا بجانب بعض الدول العربية خاصة تلك المنتجة للنفط وبعض الدول الأفريقية ، أما روسيا وبعض دول أمريكا اللاتينية فسوف نرجئ دراستها إلى حين البحث في عدوى الأزمة وآليات العدوى .

وحتى يمكن تقييم آثار الأزمة على الدول المشار إليها آنفا فإننا نرى أنه من الضروري الإشارة وفي عجالة إلى طبيعة آثار الأزمة المالية الآسيوية بصورة عامة على حركة بعض المتغيرات .

إذ ترتب على الأزمة تراجع حاد في أسعار صرف عملات الدول الآسيوية تجاه العملات الرئيسية وخاصة الدولار . ويعني ذلك أن تصبح صادرات دول الأزمة أكثر تنافسا ، أي ازدادت المقدرة التنافسية للصادرات الآسيوية (دول الأزمة) في السوق العالمي وخاصة في الدول المستوردة لهذه المنتجات الآسيوية ، من ناحية أخرى يترتب على تراجع سعر الصرف أن تصبح الواردات السلعية من الخارج سواء من الولايات المتحدة أو غيرها أقل تنافسا في أسواق دول الأزمة ، بمعنى أن يصعب على الدول

الأخرى التي ارتفعت أسعار صرفها بالنسبة للعملات الآسيوية أن تصدر إلى دول الأزمة الآسيوية حيث تواجه صادراتها إلى هذه الدول منافسة شديدة . وفي هذا الصدد لا يفوتنا أن نشير إلى ما سبق أن أكدناه وهو أن آليات التصحيح التي أعقبت الأزمة مارست صلاحياتها من خلال تقلص الواردات عن طريق الانكماش الشديد الذي أصاب الطلب المحلي في دول الأزمة ، وهذا الأمر بجانب تراجع سعر صرف العملات الآسيوية يجعل الدخول إلى أسواق دول الأزمة أمرا غاية في الصعوبة ، بسبب تقلص الطلب على الواردات من ناحية وتراجع القدرة التنافسية لهذه الواردات في الأسواق المحلية لدول الأزمة الآسيوية من ناحية أخرى .

وأدت الأزمة المالية الآسيوية وما ترتب عليها من آثار إلى انخفاض الطلب العالمي على المواد الأولية ومن ثم تراجع أسعار المواد الأولية في السوق العالمي ، ولم يقتصر الأمر على النفط فقط ولكن امتد إلى السلع الأولية الأخرى الزراعية والصناعية والمعادن المختلفة ، فقد ترتب على الأزمة انخفاض الطلب (الاستهلاك) على النفط الخام في دول الأزمة بما يزيد على ٥٠٠ ألف برميل يوميا[٩]، وقد انخفضت أسعار النفط الخام في الربعين الأول والثاني من عام ١٩٩٨ بنسبة ٣٥,٥٪ و ٣٠٪على التوالي مقارنة بالربعين المقابلين من عام ١٩٩٧ ، في حين بلغ الانخفاض في الربعين الثالث والرابع من عام ١٩٩٨ نسبة ٣٢٪ و ٤٠٪ على التوالي مقارنة بالربعين المقابلين من عام ١٩٩٧ ، وبلغ متوسط الانخفاض عام ١٩٩٨ نسبة ٣٤,٥٪عن مستوى عام ١٩٩٧[١٠].

كما شهدت أسعار المواد الأولية الأخرى انخفاضا حادا ففي يوليو عام ١٩٩٨ أشار الرقم القياسي لأسعار كافة المواد الأولية (المقوم بالدولار) إلى انخفاض نسبته ٢٠,٦٪ عن الشهر المقابل من عام ١٩٩٧ في حين أشار الرقم القياسي لأسعار المواد الغذائية إلى انخفاض نسبته ١٧,٩٪في يوليو عام ١٩٩٨ مقارنة بالشهر المقابل من عام ١٩٩٧ ، أما المواد الأولية الصناعية فقد أشار الرقم القياسي لأسعارها إلى انخفاض نسبته ٢٣,٥٪في يوليو عام ١٩٩٨ مقارنة بالشهر المقابل من عام ١٩٩٧ ، أما الرقم القياسي لأسعار المعادن العالمية (النحاس ، النيكل ، الزنك ، الرصاص ، الصفيح . . إلخ) فيشير إلى انخفاض نسبته ٢٥,٥٪في يوليو عام ١٩٩٨ مقارنة بيوليو عام ١٩٩٧ ، في حين يؤكد الرقم القياسي لأسعار المواد الأولية الزراعية غير الغذائية إلى انخفاض نسبته

٩ , ٢٠٪ في يوليو عام ١٩٩٨ مقارنة بيـوليو عام ١٩٩٧[١١]. وتؤكد بيانات الربعين الأول والثاني لعام ١٩٩٨ مقارنة بالفترة المقابلة من عام ١٩٩٧ ذات الاتجاه العام النزولي لأسعار المواد الأولية . وتجدر الإشارة هنا إلى أن هـذا الانخفاض في أسعار المواد الأولية لا يرجع فقط إلى انخفـاض الطلب نتيجة لانخفاض الـدخل أو لتباطؤ حركـة النشاط الاقتصادي والإنتـاج الصناعي ، ولكنـه يعود أيضـا إلى وجود فـائض في العرض ، أي زيادة الطـاقة الإنتاجيـة عن مستوى الطلب السائد ، ولاشك في أن حـالة النفط الخام خير دليل على هذا الحكم .

وقـد ترتب على الأزمـة المالية الآسيـوية هجـرة رءوس الأموال إلى الـدول الصناعيـة المتقدمـة وخاصة الـولايات المتحدة الأمـريكية باعتبـارها واحة الأمـان للمستثمر ، ولم تقتصر الهجرة على رءوس الأموال من دول الأزمة فقط ولكنها امتدت لتشمل العديد من الدول النـامية الأخرى سـواء في آسيا أو أفريقيـا أو أمريكا الـلاتينية . وقد ولـدت هذه الحركة لـرءوس الأموال آثـارا مهمة على الـدول الناميـة والمتقدمـة على السواء ، إذ أدت هجرة رءوس الأموال إلى انخفاض أسعار الفـائدة طويلة المدى على أدوات الدين العام في الدول المتقدمة .

في ضوء مـا سبق يمكن دراسة آثار الأزمة على الـولايات المتحدة الأمريكيـة والدول الصناعية الأخـرى . ولاشك في أن الأزمة كانت لها آثار إيجابيـة على معدلات التضخم المحلي سواء في الولايات المتحدة على وجه الخصـوص ، أو بالنسبة لدول منظمة التعاون والتنمية على وجه العموم . ذلك أن تراجع أسعـار صرف عملات دول الأزمة الآسيوية قد أدى إلى انخفـاض حاد في أسعـار وارداتها إلى الولايات المتحـدة الأمريكيـة ، وسواء كانت هذه الواردات في شكل سلع نهائية أم سلـع وسيطة تمثل مستلزمات إنتاج لبعض الأنشطة الصناعيـة في الولايات المتحدة . وقـد ترتب على التراجع الكلي في أسعار المواد الأولية في السوق العالمية بجانب انخفاض أسعار الواردات تخفيف الضغوط التضخمية في الولايات المتحدة الأمريكية . فقد تراجع معدل التضخم السنوي في الولايات المتحدة (مقاسا بالرقم القيـاسي لأسعار المستهلك) إلى معدل سنوي نسبته ٦ , ١٪ عام ١٩٩٨ مقارنة بمعدل تضخم سنوي نسبته ٣ , ٢٪عام ١٩٩٧ . وقد ترتب على ذلك ارتفاع كل من الأجـور والدخول الحقيقيـة مما أدى إلى تنشيـط الإنفاق الاستهلاكـي الخاص الذي

يمثل (٦٥٪) من الناتج المحلي الإجمالي ، وهو ما ساعد على انتعاش الطلب المحلي في الولايات المتحدة . كذلك أدت هجرة رءوس الأموال إلى الولايات المتحدة إلى تخفيض أسعار الفائدة بها وهو ما ساعد من ناحية أخرى على انتعاش الطلب المحلي (الاستهلاكي والاستثماري) .

ولقد ساعدت هذه الآثار الإيجابية على التخفيف من حدة الآثار السلبية التي ولدتها الأزمة على الاقتصاد الأمريكي خاصة فيما يتعلق بجانب صافي الصادرات . وحتى يمكن تفهم طبيعة أثر الأزمة على ميزان العمليات الخارجية للولايات المتحدة والدول المتقدمة الصناعية الأخرى ، تجدر الإشارة هنا إلى أن الأزمة وما صاحبها من انخفاض حاد في أسعار الصرف قد ولد عملية تصحيحية لموازين مدفوعات هذه الدول (دول الأزمة) بحيث تنتقل بها هذه العملية التصحيحية من حالة العجز إلى حالة الفائض في ميزان المدفوعات الجاري . وقد بدأت هذه العملية التصحيحية في النصف الثاني من عام ١٩٩٧ ، وكانت التقديرات أن تستمر عملية التصحيح حتى نهاية ١٩٩٩ بحيث يكون مجموع الفائض في ميزان العمليات الجارية الخارجية لدول الأزمة الخمس خلال الفترة ١٩٩٧ - ١٩٩٩هو ١٠٠ بليون دولار أمريكي[١٢]، منها ٣٠ بليون دولار أمريكي في ١٩٩٧، ٥٠ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٨ ، و ٢٠ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٩ . ويبدو أن عملية التصحيح لم تؤت آثارها الفعلية في توليد فائض ميزان المدفوعات إلا مع بداية عام ١٩٩٨ . ولاشك في أن هذا الفائض سوف يقابله عجز في جهة أخرى، وكانت كل التقديرات تشير إلى أن هذا العجز المقابل سوف يتولد في بعض الدول الآسيوية المجاورة كالصين وفي الأساس في الدول الصناعية المتقدمة أعضاء منظمة التعاون والتنمية .

وقد ترتب على الانخفاض الحاد في سعر صرف عملات دول الأزمة الخمس أمام الدولار الأمريكي أمران : الأمر الأول هو زيادة المقدرة التنافسية للصادرات الآسيوية في السوق الأمريكية ، وتراجع المقدرة التنافسية للصادرات الأمريكية في أسواق دول الأزمة الآسيوية . وترتب أيضا على انكماش الطلب المحلي في دول الأزمة تقلص الطلب على الواردات بما فيها الواردات الأمريكية ، وهو ما جعل تلك الواردات تواجه صعوبات عديدة في الأسواق الآسيوية ، ولعل أهمية هذا العامل تعود إلى أن حوالي ٢٩٪ من الصادرات السلعية الأمريكية كان يتجه إلى الأسواق الآسيوية عام ١٩٩٧ مقارنة بنسبة

٢٢٪ عام ١٩٨٠ . وهكذا كانت آثار الأزمة على صافي الصادرات كبيرة ، فقد ترتب على تدهور صافي الصادرات انخفاض الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة ٢٪ في كل من الربعين الأول والثاني من عام ١٩٩٨ ، هذا الانخفاض في الناتج المحلي إنما يزيد عن متوسط الانخفاض والذي بلغ نسبة ٥ ,٠٪ من الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي نتيجة للأثر السالب لصافي الصادرات ، وبالتالي فإن الأثر الصافي للأزمة الآسيوية من خلال تأثير صافي الصادرات السالب إنما يمثل ٥ ,١٪ من الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي . وتشير بيانات الولايات المتحدة إلى أن عجز ميزان المدفوعات الجاري قد ارتفع من ٢ , ١٥٥ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ إلى ٢ ,٢٣٦ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٨ ، في حين ارتفع عجز الميزان التجاري من ١١٠ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ إلى ١ ,١٧٦ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٨ . ولا يعود هذا العجز كله إلى الأزمة الآسيوية فهناك عوامل أخرى منها الارتفاع المستمر في سعر صرف الدولار الأمريكي خلال عام ١٩٩٨ وزيادة معدلات نمو الطلب المحلي الإجمالي خاصة الاستهلاك النهائي الخاص .

أما الاقتصاد الياباني ـ ثاني أكبر اقتصاد متقدم في العالم حيث يستوعب سوقه حوالي سدس صادرات دول الأزمة الآسيوية الخمس ـ فقد تأثر بالأزمة من عدة نواح . فاليابان هي من أكثر الدول المستوردة للمواد الأولية الصناعية وخاصة النفط وعدد من المعادن الأخرى ، ولا شك في أن انخفاض أسعار المواد الأولية بما فيها النفط قد أثر تأثيرا إيجابيا في معدلات التضخم المحلية ، كما ساعد على رفع الكفاءة الإنتاجية للعديد من الصناعات اليابانية . من ناحية أخرى كانت البنوك اليابانية هي أكثر البنوك العالمية انكشافا لدول الأزمة ، وهو ما خلق ضغوطا عديدة على الجهاز المصرفي الياباني وأدى إلى تفاقم مشكلة المديونية الصعبة لدى العديد من البنوك اليابانية والتي كانت موجودة قبل الأزمة الآسيوية ومنذ انفجار بالون أسعار الأصول في اليابان في عام ١٩٩١ . ولقد أدت الأزمة الآسيوية إلى تصاعد الضغوط من أجل إعادة هيكلة الجهاز المصرفي الياباني ، ولاشك في أن العبء الأساسي في برنامج إصلاح الجهاز المصرفي ـ خاصة مشكلة الأصول المتعثرة ـ قد تحملته المالية العامة . فعلى سبيل المثال تحملت الموازنة العامة اليابانية (أكتوبر ١٩٩٨) ما يوازي ٥٥٠ بليون دولار كبرنامج لمواجهة مشكلة الديون المتعثرة لدى الجهاز المصرفي الياباني .

وبالنسبة لليابان فمن المتوقع أن تتخطى الآثار الإيجابية الناجمة عن ضعف وتراخي الطلب المحلي ، وانخفاض أسعار المواد الأولية ، وتراجع سعر صرف الين أمام العديد من العملات الأساسية الأخرى الآثار السلبية الناجمة عن عمليات التصحيح التي تتم في بلدان الأزمة الآسيوية المجاورة ، بحيث يمكن القول إن فائض ميزان المدفوعات الياباني سوف يتزايد عام ١٩٩٨ ، وهو ما حدث بالفعل حيث قفز فائض ميزان المدفوعات من ١٧ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ إلى ٧٠ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٨ . أما فائض الميزان التجاري فقد قفز من ٤٧,٣ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ إلى ٨٣ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٨.

أما عن دول الاتحاد الأوربي فقد تأثرت كالولايات المتحدة الأمريكية بالأزمة الآسيوية وإن كان بدرجة أقل نظرا لضعف الروابط التجارية بين الاتحاد الأوربي ودول الأزمة الآسيوية الخمس ، فحوالي ٥,٦٪ من صادرات الاتحاد الأوربي يتجه إلى دول الأزمة الآسيوية الخمس ، وتبلغ نسبة الواردات من دول الأزمة الخمس ٦,٥٪ من إجمالي الواردات العالمية لدول الاتحاد الأوربي (باستبعاد حجم التجارة البينية داخل دول الاتحاد الأوربي)[١٣] ونظرا لأن أغلب دول الاتحاد الأوربي هي دول مستوردة للمواد الأولية سواء أكان النفط أم غيره من المواد الأولية الصناعية بجانب بعض المعادن ، فإن انخفاض الأسعار العالمية للمواد الأولية عام ١٩٩٨ - نتيجة للأزمة الآسيوية كان له آثار إيجابية على معدلات التضخم في دول الاتحاد الأوربي ، وهكذا انخفض متوسط معدل التضخم السنوي في دول الاتحاد الأوربي من ٩,١٪ عام ١٩٩٧ إلى ٧,١٪ عام ١٩٩٨ . ولا جدال أن دول الاتحاد الأوربي سوف تتأثر سلبا بعملية التصحيح التي تمت في دول الأزمة الآسيوية الخمس والتي مازالت مستمرة حتى الآن ومن المتوقع لها الاستمرار حتى نهاية عام ١٩٩٩ . وقد انخفض فائض ميزان المدفوعات لدول الاتحاد الأوربي من ١٢٣,٣ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ إلى ٩٦,٦ بليون دولار أمريكي[١٤] عام ١٩٩٨ ، كما تراجع الميزان التجاري لدول الاتحاد الأوربي من ١٧٩,٧ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ إلى ١٦٦ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٨ ، ومن المتوقع انخفاضه إلى ١٥٧,٦ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٩ . ولا يمكن القول إن هذا التراجع في فائض الميزان الخارجي لدول الاتحاد الأوربي إنما يعود بأكمله إلى عملية التصحيح الناجمة عن الأزمة المالية الآسيوية ولكن لها دور مهم في هذا الصدد .

أما عن تأثير الأزمة على الـدول العربية فقد كانـت أكثر الدول العربية تأثـرا بالأزمة هي الـدول العربيـة المنتجة والمصدرة للنفـط الخام ومنتجاتـه . فنتيجة لـلانخفاض في أسعار النفط الخام في النصف الثاني من عام ١٩٩٧ ثم تسارع هذا الانخفاض خلال عام١٩٩٨ كما أشرنا سابقـا في هذا الفصل ، تأثرت هذه الـدول من خلال تراجع كل من الناتج المحلي النفطي ، وحصيلة الصادرات النفطية التي تمثل في هذه الدول ما يزيد على ٨٥٪من صادراتها بـاستثناء جمهـورية مصر العـربية حيث تمثل صـادراتها النفطية ٢٥٪ من جملة صادراتها . ولا يمكن في هذا المضمار تناول كـافة البلاد العربية المصدرة للنفط ولكننـا سوف نقتصر على دول مجلس التعـاون الخليجي بجـانب جمهوريـة مصر العربية .

نظرا للأهميـة المحورية التي يحتلها النفط في توليد النـاتج المحلي الإجمالي فقد تأثرت هـذه الدول بتراجع أسعار النفط العالميـة عام ١٩٩٨ ، ويمثل الناتج المحلي النفطي في هذه الـدول أهمية خـاصة حيث يصل إلى ٤٠٪من النـاتج المحلي الإجمالي في الكويت ، بينما تصل النسبة إلى ٣٦,٨٪ في السعـودية ، و ٣٠,٤٪ في دولة الإمارات المتحدة ، و١٤,٨٪ في البحـرين ، و ٤٠٪ في عمان، و ٣٦,٤٪ في قطر . . إلـخ . وقد تـرتب على تراجع أسعـار النفط العالمية انخفـاض حاد في حصيلـة صادرات هذه الـدول عام ١٩٩٨ وتأثرت بالتالي موازينها التجارية ، وبالتبعية موازين مدفوعاتها الخارجية . ففي الكـويت انخفضت حصيلة الصـادرات النفطية بنسبـة ٣٦,٨٪ عام ١٩٩٨ مقارنة بانخفاض نسبته ٦,٣٪ عام ١٩٩٧ ، أما السعـودية فقد سجلت صـادراتها النفطية انخفـاضا نسبتـه ٣١,٩٪ مقارنـة بـانخفاض نسبتـه ٣,٦٪ عام ١٩٩٧ ، وتـراجعت حصيلة صادرات النفـط في قطر بنسبة ٣٨,٣٪ عام ١٩٩٨ مقارنة بانخفاض نسبته ١٩,٢٪ عـام ١٩٩٧ ، أما دولـة الإمارات العـربية المتحـدة فقد انخفضت صـادراتها النفطية عام ١٩٩٨ بنسبة ٣٤,٩٪ مقارنة بزيادة نسبتها ٢٪ عام ١٩٩٧ . أما الجزائر وليبيا وهما دولتان نفطيتان ، خارج مجموعـة دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية ، ولكنهـا ضمن منظمـة الأوبك ، فقـد سجلت حصيلة الصـادرات النفطيـة في الجزائر انخفاضا نسبته ٣٣٪ عام ١٩٩٨ في حين بلغ الانخفاض نسبة ٤,٤٪ عام ١٩٩٧ ، وفي ليبيـا كان الانخفـاض في حصيلة الصـادرات النفطية بنسبـة ٣٧,١٪عـام ١٩٩٨ مقارنة بانخفاض نسبته ٦,٣٪ عام ١٩٩٧(١٥) . أما بالنسبة لجمهورية مصر العربية

فقـد انخفضت حصيلة الصادرات السلعيـة بنسبة ٢٠٪عام ١٩٩٨ بسبب انخفاض حصيلة صادرات النفط الخام .

ونظرا لـلأهمية الحيـوية التي يحتلهـا الإنفاق العام في دول مجلـس التعاون الخليجي بوصفـه المحرك الأســاسي لدورة الـدخل والإنتاج ومن ثـم لعملية النشـاط الاقتصادي المحلي ، ونظرا للـدور المحوري للإيـرادات النفطية في الإيرادات العـامة (ما يـزيد على ٧٥٪ في المتوسط) ، فإن تـراجع الإيرادات النفطية ومن ثم إيقـاع حركة الإنفـاق العام وتراجعها قد أدى إلى تراخي حركة النشـاط الاقتصادي كما تترجمها معدلات نمو الناتج المحلي غير النفطي في هذه البلاد .

ولقد تـرتب على تراجع حصيلة الصادرات النفطيـة تدهور مـوقف الميزان الخارجي للدول العربية المصدرة للنفط ومنتجاته ، ففي البحرين انخفض فائض الميزان التجاري عام ١٩٩٨ بنسبة ٨٦,٩٪ ، كما سجل فـائض الميزان التجاري الكـويتي انخفـاضا بنسبة ٧٥,١٪ عام ١٩٩٨ ، في حين بلغ الانخفــاض نسبــة ٩٣ ٪ في عمان عــام ١٩٩٨ ، وسجل عجز الميزان التجاري في قطر زيادة نسبتها ٥٧,٧٪ عام ١٩٩٨ . أما جمهورية مصر العربية فقد سجل عجز الميزان التجاري فيها زيادة نسبتها ٤٠,١٪ عام ١٩٩٨ مقارنـة بعام ١٩٩٧ حيث زاد عجـز الميـزان التجـاري نظـرا لتراجع حصيلـة الصادرات النفطية بجانب الارتفاع المفاجئ للواردات بنسبة ١٧,١٪ عام ١٩٩٨ (١٦) نتيجـة لتـوسع الـواردات من دول الأزمـة الآسيويـة نظـرا للتراجع الحاد لأسعـار صرف عملات هذه الدول وزيادة المقدرة التنافسية لمنتجاتها في السوق المصري .

(د -) عدوى الأزمة الآسيوية :

أدى تـزامن الأزمة في عـدد من البلـدان المجاورة إلى إطـلاق اصطـلاح «الأنفلونـزا الآسيوية» على اعتبار أنها حالة عـدوى حيث يتم انتقال المرض من دولة إلى أخرى قابلة لتلقي العدوى . وحقيقة الأمر أن استخدام هذا الاصطلاح يؤدي إلى بعض المشكلات المتعلقـة بتزامن حـدوث الأزمـات الماليـة في عدد من البـلاد أو بفـارق زمني طفيف ، واصطلاح العدوى هو اصطلاح واسع فضفاض ينطوي تحت عباءته أشكال مختلفة من الصـدمات التي يمكن أن تنتقل عبر الحدود يختلف كل منهـا عن الآخر من حيث مـا

يترتب عليه من نتائج وما يؤدى إليه من سياسات . ويرى البعض أن مفهوم العدوى لا يصح أن يمتد إلا إلى تلك الحالات التي ينتقل إليها المرض بكل صفاته وخصائصه على الرغم من أن حركة المتغيرات الأساسية في الاقتصاد الذي انتقلت إليه العدوى لا تثير شبهه هذا الانتقال أو لا تشير إلى إمكانية هذا الانتقال .

ويمكن القول إن دراسات آليات العدوى أو آليات انتشار المرض قد أشارت إلى ثلاث آليات مهمة لانتشار المرض . أما الآلية الأولى فتركز على الصدمات العالمية التي تتزامن أثارها في عدد من البلاد بحيث تؤثر هذه الصدمات على المتغيرات الأساسية في هذه البلاد . بمعنى آخر فإن تزامن حركة الأسواق المالية يمكن تفسيرها بعوامل أو صدمات مشتركة . من أمثلة ذلك ارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية ، في أوائل الثمانينيات فقد ولد أزمة المديونية المكسيكية وكذلك أزمة المديونية في دول أمريكا اللاتينية في ذلك الوقت [١٧] . ومن أمثلة ذلك ارتفاع أسعار الفائدة الألمانية في عام ١٩٩٢ (في أثناء أزمة نظام سعر الصرف الأوربي ERM) فخلال هذه الأزمة تعرض الفرنك الفرنسي والجنيه الأيرلندي والكرونا السويدية إلى تصاعد ضغوط المضاربة عليها بعد تعويم الليرة الإيطالية والجنيه الإسترليني والماركة الفنلندية . كذلك الأمر في ارتفاع سعر الفائدة الأمريكي عام ١٩٩٤ (خلال أزمة التاكيلا) ، كما يشار في هذا الصدد إلى انخفاض سعر صرف الين الياباني أمام الدولار الأمريكي في صيف عام ١٩٩٥ ، إذ كان من العوامل الخارجية التي ساعدت على تولد الضغوط التي واجهتها الأسواق الآسيوية ويطلق البعض على هذه الصدمات اسم «الآثار الموسمية» أو«الآثار المانسونية» "Mon Soonal effects" نسبة إلى المانسون وهى رياح جنوبية غربية تهب على الهند من المحيط الهندي في فصل الصيف وتكون مسئولة عن موسم الأمطار الذي ترتبط به الزراعة في العديد من مناطق الهند [١٨] .

أما الآلية الثانية فتشير إلى التأثير الذي تمارسه صدمة في بلد معين (أو مجموعة من البلدان) على سلوك وحركة المتغيرات الكلية الأساسية في دولة أو مجموعة أخرى من الدول . وتعمل هذه الآلية من خلال عدد من الروابط الحقيقية مثل التجارة الدولية أو التنسيق بين السياسات . وتربط التجارة بين الاقتصاديات المختلفة بحيث يترتب على تخفيض سعر الصرف في دولة معينة زيادة مقدرتها التنافسية ، أي المقدرة التنافسية

لسلعها في السوق الدولي ، ومن ثم تناقص المقدرة التنافسية للدول الأخرى[١٩]. ولا تتوقف الآثار المترتبة على ذلك عند حد زيادة مبيعات ومن ثم زيادة إنتاج الدولة التي قامت بتخفيض عملتها ، ذلك أن التراجع في المقدرة التنافسية للدول الأخرى إذا كان كبيرا وحادا فإنه سوف يدفع إلى تخفيض سعر الصرف وتزايد الضغوط على عملات هذه الدول . كذلك فإن التنسيق بين السياسات قد يربط بين اقتصاديات دول متعددة لأن استجابة أو رد فعل دولة معينة لصدمة اقتصادية ما قد يدفع دولة أخرى لاتباع ذات السياسات .

ويرى البعض[٢٠] أن الروابط التجارية بين عدد من الدول المجاورة يمكن أن تكون عنصرا مهما في تفسير بعض الآثار الخارجية للأزمات ، إلا أنها ليست كافية لتفسير ما حدث في شرق وجنوب شرق آسيا . « فإذا كانت الأسواق المالية في المنطقة قد خضعت لضغوط شديدة ومتصاعدة بعد انهيار سعر صرف البات التايلاندي في ٢ يوليو لعام ١٩٧٧ فإنه من الصعوبة قبول حجم الروابط التجارية في تفسير انتقال الضغوط على أسعار الصرف من تايلاند إلى الدول الخمس الأخرى»[٢١] . وذلك أنه طبقا لهذه الرؤية - لا تتعدى صادرات تايلاند للدول الآسيوية الأخرى نسبة ٤٪ من صادراتها ، مما يؤكد أن التجارة البينية ليست مصدرا للضغوط على أسواق المال[٢٢].

ويمكن النظر إلى الروابط التجارية من ناحية أخرى ألا وهى إن بعض الدول تشترك في خاصة التصدير لدولة ثالثة ، فدول الأزمة الآسيوية الخمس تصدر جزءا مهمًا من صادراتها إلى اليابان ـ يتراوح بين نسبة ١٠٪ في حالة كوريا و ٢٤,٧٪ في حالة إندونيسيا وكذلك إلى الولايات المتحدة - حيث تتراوح النسبة بين ١٦,٦٪في حالة كوريا و٣٤,٧٪ في حالة الفلبين - وبالتالي تنظر بعض التفسيرات إلى الروابط التجارية غير المباشرة - حيث تتم المنافسة في أسواق دولة ثالثة ـ على أن لها اليد الطولى في دفع عملية التخفيض التنافسي لأسعار الصرف . وبينما يرى البعض أنه لا يوجد دليل على صحة هذه الحجة ، تشير دراسة لبنك التسويات الدولية إلى أنه « على الرغم من اختلاف هيكل الصادرات بين دول الأزمة الآسيوية الخمس - نسيج وأحذية في دولة ما ، آلات ومعدات وأدوات كهربائية في دولة أخرى - فإن كل دولة منها تتنافس تنافسا قريبا على الأقل مع دولتين أخريين . ويتضح ذلك من معاملات الارتباط لنصيب

الصادرات في إحدى عشرة مجموعة سلعية متجهة إلى ثلاث مناطق جغرافية هي : الاتحاد الأوربي ، والولايات المتحدة ، واليابان ، وتوضح الدراسة أن الدول المتنافسة تنافسا قريبا حققت تخفيضا متشابها لسعر صرفها أمام الدولار، وبالتالي حركة محدودة لسعر الصرف في مواجهة بعضها البعض» (٢٤) . ويدخل البعض تحت غطاء الآلية الثانية أيضا عامل السيولة حيث يمكن أن يترتب على نقص أو تراجع السيولة بحدة في سوق معين قيام المؤسسات المالية الوسيطة بتسييل بعض الأصول في أسواق ناشئة أخرى(٢٥) .وقد لعب هذا العامل ـ كما سنعلم عند الحديث عن الأزمة الروسية دورا مهما سواء في تفجيرها أو في تعميقها . ونحن نرى أن هذه القناة لانتقال العدوى تدخل تحت عباءة الآلية الثالثة .

أما الآلية الثالثة للعدوى فيمكن تعريفها بأنها الزيادة في الحركة الجماعية للأسواق أو الزيادة في تزامن حركة الأسواق والتي لا يمكن تفسيرها بالعوامل السابقة أي لا يمكن تفسيرها بالآليتين السابقتين . ويعرفها البعض الآخر (٢٦) بأنها ذلك الجزء من الحركة المتزامنة للمتغيرات المالية والتي لا يمكن تفسيرها بالحركة المتزامنة للمتغيرات الكلية الأساسية . وفى مثل هذا التعريف علينا أن نفرق بين الحركة المتزامنة للمتغيرات المالية المدفوعة بفعل المتغيرات الكلية الأساسية والحركة المتزامنة المدفوعة بعوامل غير المتغيرات الكلية الأساسية . وهذا التفسير الثالث أو المفهوم الثالث للعدوى إنما ينظر إلى الأسواق المالية من وجهة نظر المستثمر الدولي ، وتستند التفسيرات العديدة لهذه الآلية الثالثة ـ والتي يطلق عليها «العدوى الصافية» (٢٧) خلافا للآليتين السابقتين ـ على فكرة ومفهوم التوازن المتعدد(٢٨) ،وسيولة أسواق رأس المال ، والتغير في سيكولوجية المستثمرين وسلوكياتهم شاملة غريزة القطيع ، وعوامل متعلقة بالاقتصاد السياسي . ويمكن القول إنه باستثناء العوامل المتعلقة بالاقتصاد السياسي ، فإن العوامل الأخرى تشترك جميعها في كونها تقوم في الأساس على تغير هيكلي وجذري في توقعات المستثمرين(٢٩)، بشرط أن تكون تلك التوقعات من التي لا ترتبط بتغير المتغيرات الأساسية الكلية .

ونعنى بالتوازن المتعدد في دولة ما انتقال الدولة من حالة توازن حميد (لا توجد فيه أزمة لميزان المدفوعات أو سعر الصرف) إلى توازن غير حميد (ينطوي على أزمة في ميزان

المدفوعات وأزمة في سعر الصرف) ، أو القفز من توازن حميد (لا ينطوي على انهيار في المصارف) إلى توازن غير حميد (ينطوي على انهيار في المصارف) ، وكل ذلك على شريطة أن يكون الانتقال من التوازن الحميد (أو الجيد) إلى التوازن غير الحميد (السيئ) نتيجة لانفجار أزمة مالية في دولة ناشئة أخرى . ولا شك في أن القابلية للعدوى ــ وبالتالي القفز من توازن حميد إلى آخر غير حميد ـ إنما تزداد كلما تزايد الدين الخارجي ذو الفائدة المتغيرة، وكلما انخفض مستوى الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية ، وكلما كان الميزان التجاري في حالة عجز. ولا يعنى الانتقال أو القفز من التوازن الحميد (الجيد) إلى التوازن غير الحميد (السيئ) أنه من الممكن وبأسلوب مباشر القفز مرة أخرى والعودة إلى التوازن الحميد ، ذلك أن التوازن غير الحميد قد يكون عميقا ومعمرا ، إذ تشير خبرة كل من المكسيك وتايلاند إلى أن تصاعد الضغوط على العملة وما أعقبها من انخفاض حاد في أسعار الصرف ترتب عليه آثار عميقة على ثقة المستثمرين وعلى صحة المؤسسات المالية وغير المالية التي ترتفع نسبة مديونياتها بالعملة الأجنبية . ويرى البعض أن الأزمة ليست إلا توازنا غير حميد في موقف يتسم بتعدد نقاط التوازن . ويتحقق التوازن غير الحميد حينما يتوقع كل مستثمر قيام المستثمرين الآخرين بتصفية أصولهم والانسحاب من السوق ، ومن هنا يصبح السلوك الرشيد لكل مستثمر هو السلوك الذي يتلاءم وتوقعاته ، أي الانسحاب المفاجئ من السوق. وحينما يتحقق ذلك تنفجر الأزمة .

وينظر البعض إلى العدوى بمنظار مختلف إذ يرى فيها أنها من قبيل «ناقوس تنبيه للاستيقاظ» أو «جهاز التنبيه للاستيقاظ» ، إذ قد يترتب على انفجار الأزمة في دولة ناشئة أن يعيد المستثمرون تقديرهم أو تقييمهم أو نظرتهم إلى المؤشرات الأساسية الكلية التي لم تتغير قيمها ، أي ظلت على ما هي عليه(٣٠) . وباعتقادي أننا في هذا الصدد قد نكون أمام إحدى حالتين : الحالة الأولى تتمثل في تدني مستوى المؤشرات الكلية الأساسية ـ قبل الأزمة ـ إلا أن المستثمرين تحت تأثير موجة التفاؤل لم ينتبهوا إلى ذلك إلا حين انفجرت الأزمة في مكان آخر (ناقوس التنبيه) مما ترتب عليه توضيح حقيقة هذه المتغيرات ـ التي لم تتغير قيمتها كما سبق أن أكدنا ــ وهو ما أدى إلى إعادة ترتيب سلوك المستثمرين ، مثال ذلك حالة الجهاز المصرفي في دول جنوب شرق آسيا. أما الحالة الثانية فهي حالة وجود مؤشرات أساسية كلية مقبولة من حيث المستوى ولا غبار

عليها، إلا أن حـدوث الأزمة في مكان آخـر (جرس التنبيه) ، أدى إلى إعـادة النظر في هذه المؤشرات وتغيير الرؤية بالنسبة إليها ، أي إعـادة تقييمها والنظر إليها بمنظار آخر يؤدى إلى تغير في سلوك المستثمرين . وحقيقة الأمر أنه في دراسة الأزمات المالية فإنه من الصعوبـة بمكان تحديد ذلك الجزء للازمـة الذي يمكن تفسيره بفعل «ناقـوس التنبيه» وذلك الجزء الـذي يعود إلى العـدوى الصافية ، فـالأزمة إمـا أن تكون راجعـة إلى فعل ناقوس التنبيه أو إلى فعل العدوى.

ويدخل في نطـاق آلية العدوى ما سبـق الإشارة إليه عن سيولـة رأس المال، إذ قد يترتب على انفجار الأزمة المالية في دولة ما حدوث صدمة سيولة للمستثمرين ، مما يدفع إلى إعادة هيكلة المحافظ الاستثمارية مما يؤدى إلى بيع بعض أنواع الأصول وهو ما يترتب عليه انخفاض حاد في أسعار الأصول في دول أخـرى غير الدول أو الدولة التي انفجرت فيها الأزمة ، وقد يترتب على تراجع السيولة في سوق معين قيام المؤسسات المالية بتسييل بعض الأصول في أسواق ناشئة أخرى مما يدفع بأسعار هذه الأصول للانهيار. من ناحية أخرى فإن انهيار أسعار بعض الأصول الماليـة في بلد الأزمة قد يؤدى إلى تغير جذري في تركيبة أو هيكل المحافظ الاستثمارية العالميـة من حيث الوضع النسبي للأصول المختلفة الذي تحدد في الأسـاس بناء على اعتبـارات المخاطـر . هذا الاختـلال في تركيبـة أصول المحافظ الاستثمارية قد يدفع بالمستثمرين إلى تصحيحها وإعادة ترتيب هيكلها مما يؤدي إلى بيع بعض الأصول وهو ما يدفع الى تراجع أسعارها.

ويمكن أن تتولـد العدوى نتيجة لما يشير إليه البعض من أن انفجـار الأزمة في دولة ما قد يعيد ذاكرة أزمات سابقة ، ممـا يدفع بالمستثمرين إلى إعادة حساب مخاطرهم وهو ما قد يـؤدي إلى زيادة احتمالات مخاطر وانهيار دول أخـرى مما يدفع إلى بيع أو التخلص من أصولها فتتجه الأسعار نحو الانخفاض، هذا الانخفاض في أسعار الأصول لا يعود إلى ارتفـاع معامل الارتبـاط بين المتغيرات الأساسيـة الكليـة ، ولكن إلى ارتفاع معـامل الارتباط بين الذواكر [٣١].

ومن أهم آليات العدى مـا يترتب على أثر المحاكاة لـلأرباح والخسائر التي تحققت نتيجة لوضع استثماري معين . ذلك أن تحقيق الأرباح أو الخسائر نتيجة لتخفيض سعر الصرف في دولة معينة قد يترتب عليه تغير الأوضـاع الاستثمارية التي تجعل تخفيضا آخر

لسعر الصرف ضروريا . ويمكن للمستثمرين الأجانب استثمار مكاسبهم الناجمة عن تخفيض لسعر صرف معين في قنوات تعمل على الاستفادة من تخفيض آخر . كذلك فإن تحقيق خسارة في استثمار معين في دولة معينه قد يدفع المستثمرين في دولة أخرى في ذات نوع الاستثمار إلى تصفية أوضاعهم . وهذا السلوك غير قاصر على المستثمرين الأجانب بل ينطبق أيضا على المستثمر المحلي . فالمستثمر المحلي الذي يقوم بتمويل شراء أصل محلى كالعقار مثلا عن طريق الاقتراض بالعملة الأجنبية يضع نفسه في مخاطر معينة ، فإذا لاحظ أن المستثمرين الذين لهم ذات المخاطر في دولة أخرى يحققون خسائر كبيرة فإنه سوف يحاول معالجة موقفه وتأمين مخاطره عن طريق شراء الدولار وهو ما قد يترتب عليه تدهور سعر الصرف المحلي . وقد لعب هذا العامل دورا مهماً في الأزمة الآسيوية (١٩٩٧) . وهكذا فان المستثمرين في آسيا الذين ارتبطت ثرواتهم باستمرار نظام سعر الصرف الثابت قاموا في مواجهة احتمالات الخسائر أو تحقيقها بسلوكيات كان من شأنها زيادة هذه الخسائر.

ومن أهم آليات العدوى أيضا قيام المستثمرين بسحب أموالهم من عدد من الأسواق التي يعتقدون بتشابهها . ففي أعقاب الأزمة المكسيكية (٩٤-٩٥) قام المستثمرون بالبحث ومتابعة تلك الدول التي تعاني من عجز كبير في ميزان المدفوعات وتتبنى نظاما جامدا لسعر الصرف الثابت ، مما أدى إلى زيادة الضغوط على البات التايلاندي والدولار الهونج كونجي . ولا شك في أن الربط بين تايلاند وجمهورية التشيك عام ١٩٩٧ إنما ينطوي على منطق معين في هذا المضمار حيث تشترك الدولتان في نظام سعر الصرف الثابت بجانب معاناة كل منهما من عجز كبير في ميزان المدفوعات الجاري ، ولا شك في أن هذا التشابه بين سياسات سعر الصرف في كل من تايلاند وجمهورية التشيك أدى إلى التشابه في مجالات أخرى مهمة ، فقد لاحظ المستثمرون بناء على بيانات متاحة منذ عام ١٩٩٤ وحتى ١٩٩٧ وجود معامل ارتباط تاريخي مرتفع بين العائد على أدوات سوق النقد المقومة بالكرونا التشيكي والبات التايلاندي، (٠,٣٢ ويصل معامل الارتباط إلى ٠,٤٨ إذا استبعدنا يومين في يناير عام ١٩٩٥ حيثما تأثر البات التايلاندي بأزمة البيزو المكسيكية)[٣٢] ولا شك في أن خروج المستثمرين من دول الأزمة الأسيوية إنما انبنى على اقتناع بتشابه هذه الاقتصاديات وتلك الأسواق . وتلعب عقلية القطيع والسلوك المستند إليها دورا مهماً في هذا المضمار ، ولا شك في أن الأسواق

الناشئة هي أكثر الأسواق عرضة لهذا السلوك (سلوك القطيع) ، فبدلا من محاولة دراسة حالـة الاقتصاد والسـوق في كل دولة عـلى حـدة ـ وهـو ما قد يبـدو أمر مكلفـا ـ فإن السياسة المثلى إنما تتمثل في تزامن الانسحاب من مجمـوعة الأسواق المرتبطة دفعة واحدة بمجرد الإحساس بـالاضطراب في إحداها أو بمجرد ظهور المؤشرات الـدالة على انهيار إحداها . وكما سبق أن أشرنا فإن المهم في سلوك القطيع ليس هـو قناعة المستثمر بسوق معين ولكن قناعته بما هو سلوك الآخرين .

(هـ) قياس عدوى الأزمة

اتفق الاقتصاديون على أسلوب مباشر لقياس عدوى الأزمة من سوق إلى سوق ومن دولة إلى دولة . ويستند هـذا الأسلوب على مقارنة معاملات الارتبـاط بين سوقين خلال فترة الاستقـرار أو الهدوء ، وهـى الفترة المعتـادة ، وبينهـا خـلال فترة الاضطـراب أو الأزمة . أي مقارنة معامل الارتباط بين السوقين في فترة الهدوء وفترة الاضطراب . وتعرف العدوى بأنها الـزيادة الكبيرة و المعنـوية في معـامل الارتباط خـلال فترة الاضطراب أو الأزمة . وطبقا لهذا المنهج إذا كان معامل الارتبـاط بين سوقين (كإيطاليا وألمانيا) معتدلا ومعقولا ، بحيـث يترتب على حدوث أزمـة في سوق كل منهما زيـادة معنويـة في الحركة الموحدة للسـوقين فان ذلـك ينطوي على عدوى بـالمفهوم السـابق . وطبقـا لهذا المفهوم يمكن التفرقة بين العدوى ومجرد ردود الأفعال الناجمة عن الارتباط المتبادل بين الأسواق .

فإذا كان هناك معامل ارتبـاط قوي بين سوقين في الفترة المعتادة ، أي فترة الاستقرار والهدوء وظل هذه المعـامل بين السوقين قويـا دون زيادة معنـوية يعتد بها بعـد حدوث الأزمة أو الاضطـراب المالي فان ذلك لا ينطـوي على عدوى بل لا يعـدو أن يكون مجرد ارتباط متبادل بين سوقين . ومن هنا فإن وجود العدوى يتطلب توافر شرطين أساسيين ، الأول : هو مجرد وجود ارتباط مهم يعتد به بين سوقين ، ثانيا : أن يزداد هذا الارتباط بين السـوقين وقت الأزمـة زيـادة معنويـة . ومن هنـا فإن العـدوى تعني أن الارتبـاط بين الأسواق يختلف اختلافا جذريا بعد الأزمة عنه قبلها ، في حين أن مجرد الارتباط المتبادل يعني عدم تغير العلاقة بين الأسواق بشكل كبير بعد الأزمة .

ولا شك في أن تقييم وقيـاس العـدوى من الأهمية بمكـان ، فـالاعتقاد السـائد في

أوساط المستثمرين أن الأزمة أو الاضطراب المالي إنما يرتبط بدولة ما وبالتالي فان الروابط بين الأسواق المالية ـ سواء أكانت أسواق الأسهم أم غيرها ـ تبدو ضعيفة . نتيجة لهذه الفرضية فإن تنويع المحافظ الاستثمارية على المستوى الدولي يلعب دورا مهمًا في توزيع المخاطر وبالتالي تخفيضها ومن ثم زيادة العائد على الاستثمار. فإذا حدثت الأزمة وترتب عليها انتقال العدوى إلى أسواق أخرى فإن ذلك من شأنه خلخلة حجة تنويع محافظ الاستثمار . بالإضافة إلى ذلك فإن عددا من الدراسات الخاصة بسلوك المستثمر تقوم على أساس افتراض أن رد فعل المستثمر يختلف جوهريا بعد انفجار الأزمة أو حدوث الصدمة السالبة ، ولا شك في أنه من الأهمية بمكان دراسة سلوك ورد فعل المستثمر في الأوضاع المختلفة (الهدوء والاضطراب) ذلك أن الأزمات تنتقل من دولة لأخرى أو من سوق إلى سوق من خلال هذا السلوك . كذلك ترى بعض المؤسسات المالية وصانعو السياسات الاقتصادية أن انفجار أزمة مالية في دولة ما قد يؤثر سلبا على التدفقات المالية إلى دولة أخرى على الرغم من سلامة المؤشرات الأساسية الكلية في الدولة الأخرى وهو ما قد يؤدى إلى حدوث أزمة مالية في تلك الدولة الأخرى ، وهى أزمة لا تبررها بأي حال من الأحوال حالة المتغيرات والسياسات الأساسية الكلية في هذه الدولة . إذا حدثت مثل تلك العدوى فان ذلك يشكل بذاته مبررا لتدخل المؤسسات المالية العالمية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي في محاولة لاستقرار الأوضاع في الدولة التي انتقلت إليها العدوى .

وهناك العديد من الدراسات الخاصة بقياس العدوى في الأزمات المالية سواء في الأزمة الآسيوية أو الأزمة المكسيكية أو الأزمات السابقة عليها ، ولا يمكن التعرض لنتائج هذه الدراسات جميعا ، ومن ثم لا بد من الانتقاء ، وفي هذا الصدد اخترنا أحدث دراستين في هذا الموضوع منشورتين عام ١٩٩٩ ، الأولى هي دراسة تيموربيج وايان جولد فين منشورة في مطبوعات صندوق النقد الدولي عام ١٩٩٩ ودراسة فوربس وريجوبون وهي منشورة في مطبوعات المركز الوطني للبحوث الاقتصادية عام ١٩٩٩ ، وسوف نتناول فيما يلي نتائج هاتين الدراستين :

الدراسة الأولى تحاول قياس العدوى ونمطها ، هل كان هناك عدوى وما هو نمط هذه العدوى ؟ وذلك بين أسواق الصرف الأجنبي ، وأسواق الأسهم ، وأسواق

الفائدة، وأسواق الدين الحكومي (أو فروق الفائدة على الدين الحكومي)، وفي كل هذه الأسـواق توضح النتـائج مصفـوفة معـامـلات الارتباط بين كل زوج من الأسـواق (أو المؤشرات التي تم اختيارهـا في هذه الأسـواق) وذلك خلال فترتين ، الفترة الأولى وهي فترة الأزمة المالية أو الاضطراب المالي وقـد اختارت الدراسة فترة من ٢ يوليو عام ١٩٩٧ وهو تاريخ انخفـاض البات التـايلاندي ، وحتى أول مـايو ١٩٩٨، وقـد تم حساب معاملات الارتباط وإخلال هذه الفترة مرة بـاعتبار الفترة كلها وحدة واحدة ومرة أخرى بتقسيم الفترة إلى فترات كل فترة منهـا ثلاثـة أشهر تتتـابع حتى نهاية الفترة، أمـا الفترة الثانية فهي فترة الهدوء وتمتد من ١ يناير عام ١٩٩٥ وحتى ديسمبر ١٩٩٦ وقد تم أيضا قياس معـاملات الارتبـاط بها، يلي ذلك اختبار مـا إذا كانت هنـاك زيادة معنـوية في معاملات الارتباط بين فترة الهدوء والاستقرار وفترة الاضطراب .

أما عن معاملات الارتباط في فترة الأزمة (يوليو٧٩ ـ إبريل ٩٨) في سوق العملات بالنسبة للفترة كلها فتشير النتائج إلى معامـلات ارتباط موجبة بين كل زوج من الدول، وتخطت معاملات الارتباط ٢٥, ٠ وأعلى من ذلك في حالة سبعة أزواج من الأسواق من مجموع عشرة أزواج . وتصل معاملات الارتباط بين أسعـار الصرف اليومية بين إندونيسيا وكل من كوريـا وماليزيا والفلبين وتـايلاند إلى ٢٥, ٠، ٣٦, ٠، ٢٦, ٠، ٢٨, ٠ على التوالي . ومعـاملات الارتباط المرتفعـة الأخرى إنما تتحقق في حالـة ماليـزيا مع كل من الفلبين وتايلاند[٣٣] (٢٨, ٠) و (٣٥, ٠)على التوالي، وتايلاند والفلبين (٣١, ٠) ولا يـوجـد تأثير لانهيـار الـوون الكـوري على العمـلات الأخـرى على عكـس المتـوقع . وباستخـدام فترات ثلاثة الأشهـر المتتابعـة تزداد معامـلات الارتباط في بعض الحالات بشكل ملحوظ (تايلاند والفلبين ترتفع من ٢٢, ٠ إلى ٧٥, ٠ ، كما تشير النتائج إلى أن أقوى ارتباط خـلال الفترات كلهـا هو بين إندونيسيـا وماليزيا ، ولا يبـدو وجود تأثير يذكـر للوون الكـوري ، ولا للبات التـايلانـدي بالـرغم من أن انهياره كـان السبب في انفجار الأزمة .

أما بالنسبة لمعـاملات الارتباط بين أسواق الأسهم فتبدو معامـلات الارتباط ـ سواء في الفترة الزمنية كلها كـوحدة واحدة أو في الفترات المتتابعة ـ أعلى منهـا في حالة أسواق العملات وإن كانت ما زالت صغيرة إلى حد ما ، ويبدو أعلى ارتباط بين أسواق ماليزيا

وإندونيسيا كما هو الحال في سوق العملات ، وكـذلك الأمر في العلاقـة بين سوق كل من ماليزيا وتـايلاند(٧ , ٠) خـلال الفترة من ديسمبر عام ١٩٩٧ـ فبراير ١٩٩٨ ، أما بالنسبـة لمعامـلات الارتباط بين أسواق الفـائدة فتبدو النتـائج ضعيفة للغـاية ولا يجوز الاعتداد بها بأي حال من الأحوال نظرا لعدم معنويتها من ناحية ولاختلاف اتجاهها بين موجب وسالب ، وربما يـرجع ذلك لأن سعر الفائدة المستخدم ـ وهـو سعر الفائدة بين البنوك لمدة ٢٤ ساعة لا يترجم تفـاعل قوى السوق ، هذا بجـانب أن سعر الفائدة في جميع بلدان الأزمة قد استخدم كأداة من أدوات السياسة النقدية .

ويختلف الأمـر كلية فيما يتعلق بمعـامـلات الارتباط بين فـروق أسعار الفـائدة على أدوات الدين الحكومي . وقد تم اختيـار الديون الحكومية المقومـة بالدولار الأمريكي ، أما فـروق أسعار الفـائدة فقد حسبت على أساس الفـرق بين سعر الفـائدة على القرض الحكومي (المقوم بالدولار الأمريكي) وسعـر الفائدة على سندات الخزينة الأمريكية التي لها ذات فترة الاستحقاق ، وذلك على أساس أن هذا الفرق يقيس المخاطر التي يتصورها الدائن لاحتمالات الإخـلال بالـوفاء بالالتـزامات . وتوضح النتـائج ارتفاع معـاملات الارتبـاط بين الـدول بشكل ملحـوظ حيث تتراوح مـا بين ٥١ , ٠ في حالة (مـاليزيا ـ تايـلاند) إلى ٩١ , ٠ في حـالة (إنـدونيسيـا ـ مـاليـزيا) ، حتى الـدول التي تنخفض معاملات الارتباط بينها في كل من سوق العملـة وسوق الأسهم (مثل الفلبين ـ تايلاند) يرتفع بـالنسبة إليها معـامل الارتباط في حالـة فروق أسعار الفـائدة حيث يصل في هذه الحالة إلى (٩١ , ٠٠) وتبدو النتائج غـاية في الأهمية والمعنوية سـواء تعلق الأمر بقياس معـامل الارتباط منظـورا إلى الفترة كلها كـوحدة واحـدة ، أو على أساس تقسيمهـا إلى فترات متتابعة كل فترة ثلاثة شهور .

الخطوة التـالية كانت قياس معـاملات الارتباط بين الأسواق في حـالة الهدوء بنفس الأسلوب السابق الـذي تم به قياس معامل الارتباط في حـالة الاضطراب المالي ، وذلك على أساس أن فترة الهدوء والاستقـرار تمتد من ١ يناير عام ١٩٩٥ إلى ٣١ ديسمبر عام ١٩٩٦ . وقد أعقب ذلك اختيار مـا إذا كانت معاملات الارتبـاط في أثناء الأزمة تمثل زيادة معنوية مقارنة بمعـاملات الارتباط في أثناء فترة الهدوء والاستقرار أم لا ؟ وتـم فرز معـاملات الارتبـاط التي تمثل زيادة في فترات الأزمـة عن فترات الاستقرار على أسـاس

درجة معنوية ١٪ . وتوضح النتـائج أن معاملات الارتبـاط بين أسعار الصرف في فترة الاستقـرار تكاد لا تختلف كثيرا عن الصفـر، كما أن الـزيادة في معـاملات الارتبـاط بين أسعار الصرف في حالـة الأزمة تبدو معنويـة للغاية[٣٧] . وربما ترجع هـذه النتيجة إلى سيادة نظام سعر الصرف الثابت قبل اندلاع الأزمـة وبالتالي كانت حركة أسعار الصرف ضعيفـة للغايـة . وتشير نتـائج معامـلات الارتباط في حـالـة أسواق الأسهم إلى نتـائج مختلطة ، ففي حالة الهدوء والاستقرار تبدو معـاملات الارتباط بين أسواق الأسهم قوية وعالية نظرا لوجود تزامن بين حركة الأسواق وتوحد اتجاهاتها قبل الأزمة ، كما أن الزيادة في معامـلات الارتباط وقت الأزمة تبـدو معنوية في بعض الحـــالات فقط [٣٨]، أما في حالة أسعار الفائدة فباستثناء حالة كوريا ـ تايلاند (٣٧ , ٠) لا توجد معاملات ارتباط ذات أهمية تـذكر في حالـة الهدوء والاستقرار ، أضف إلى ذلك أنـه في ست حالات من بين عشر حالات تبـدو الزيـادة في معاملات الارتبـاط في فترات الأزمة معنـوية مقـارنة بمعاملات الارتباط في حالة الهدوء .

أما في حالة فروق أسعار الفائدة على الديـون الحكومية المقومة بالدولار فإنه في جميع الحالات تقريبـا كانت الزيادة في معـاملات الارتباط في حالـة الأزمة مقارنة بمعـاملات الارتباط في حالـة الهدوء والاستقرار معنوية عنـد مستوى ١٪ . وهو ما يـؤكد العدوى بالمقياس أو المفهوم السابق .

وقد حاولت الدراسة تأكيد نتائجها باستخدام علاقة الانحدار بين المتغير المالي من ناحيـة والعوامـل المفسرة له من نـاحية أخـرى، ولما كانت بيـانات المؤشرات الأسـاسية الكليـة ليس لها ذات معدل التكـرار الـذي تتمتع به البيـانـات المالية (كسعـر الصرف وأسعار الأسهم يـوميا) فقد تم اختيـار متغير صوري أو وهمي[٣٤]بالاستناد إلى الأخبار اليومية الاقتصادية والمالية بعد تقسيمهـا إلى أخبار موجبة وأخبار سالبة ، أي ذات تأثير موجب وذات تأثير سالـب ، وذلك على اعتبار أن المتغير الصـوري الذي تم اختياره هو مؤشر قريب للمتغيرات الأساسية الكلية ، وحيث إن العدوى ما هي إلا الحركة المتزامنة والمشتركة للمتغيرات الماليـة التي لا يمكن تفسيرهـا بفعل المتغيرات الأساسيـة الكلية ، فإن معامل الارتباط للمتغير المتبقي[٣٥] في معادلة الانحدار هـو الذي يفسر العدوى ، فإذا ارتفعت معنـوية معـامل الارتباط كـان ذلك دليلا مـؤكدا على العدوى . وتـوضح النتائج التي توصلت إليها الدراسة صحة هذه الفرضية .

أما الـدراسة الثانية فتتعـرض لقياس العدوى بين أسـواق الأسهـم فقط ، و تمتد إلى الأسـواق المالية الأخـرى . وقـد شملت الدراسـة ٢٧ سوقـا ماليـة هي أسـواق الدول الأسيويـة الخمس (دول الأزمة) بجـانـب اليابـان وتايـوان وسنغافـورة ، وأربع دول من أمريكا الـلاتينية هي الأرجنتين والبرازيل وشيلي والمكسيك ، واثنتي عشر دولة من دول منظمة التعاون والتنمية(٣٦)، وثلاثـة أسواق نـاشئة أخـرى هي الهند وروسيـا وجنوب أفريقيا (٣٧) . وتقوم الدراسة بقياس العدوى في أثنـاء الأزمة المالية الأسيوية(١٩٩٧)، والأزمة المكسيكيـة (١٩٩٤)، وانـهيار البـورصة الأمريكيـة(١٩٨٧) . وقد أشـارت الدراسة إلى أن الأزمة الأسيويـة لم تكن محل اهتمام الرأي العام العالمي ـ حسب النشر في الصحف العالمية والإقليمية ـ إلا ابتداء من انهيار بورصة هونج كونج في ١٧ أكتوبر عام ١٩٩٧ ، فمنذ ذلك التاريخ أو ابتداء من هذا الحدث أصبحت قضية الأزمة الآسيوية محل اهتمام العالم وموضوع الأخبار اليوميـة في الصحف العالمية . لذلك اعتبرت الدراسة أن فترة الاضطراب أو الأزمة الماليـة تمتد من تاريخ ١٧ أكتوبر عام ١٩٩٧ (وهو تاريخ انهيار بورصة هونج كونج) ولمدة شهر بعد هذا التاريخ . أما فترة الهدوء والاستقرار فقد افترضت الدراسة أنها تمتد مـن أول يناير عام ١٩٩٦ وحتى بداية فترة الاضطراب المالي (١٠/ ١٦/ ١٩٩٧) . وقد قامت الدراسة بحسـاب العائد اليومي على الأسهم بالدولار وبـالعملة المحليـة ، (ولم تختلف النتـائج في الحالتين) ، ثـم قـامت بحساب متـوسط العائد في يومين لتأخذ في الاعتبار أن الأسواق المالية في البلاد المختلفة لا تعمل بالضرورة خلال ذات ساعات العمل .

وتشير النتائج فيما يتعلق بالأزمة الآسيويـة ، إلى زيادة معامل الارتباط في فترة الأزمة زيادة ملحـوظة ومعنـوية مقارنـة بمعامل الارتبـاط في فترة الهدوء . وتشير النتائج إلى : (١) وجود معـامل ارتباط قـوى بين أسواق الأسهـم (بين سـوق هونج كـونج والأسواق الأخرى) في فترة الهدوء(٢) ارتفاع معامل الارتباط في فترة الأزمة المالية والآسيوية ارتفاعا معنويا (زيادة معنوية عند مستوى ٥٪) وهو ما يؤكد وجود العـدوى ـ وتـؤكد البيانـات وجود العـدوى بالمعنى السـابق (زيادة معامل الارتبـاط زيادة معنـوية) في خمس عشرة حالـة من مجموع سبـع وعشرين حالـة تمت دراستها(٣٧). وتتمثل حـالات العدوى في ثـلاث حالات في دول جنـوب شرق وشرق آسيا هـي : إندونيسيـا وكوريـا ، والفلبين ، وشيلى في أمـريكا الـلاتينيـة ، وأستراليـا ، وبلجيكا ، وفـرنسـا ، وألمانيـا ، وإيطاليـا ،

وهولندا، وأسبانيا، والسويد، وسويسرا من دول منظمة التعاون والتنمية، هذا بجانب روسيا وجنوب أفريقيا . وقد تم إعادة الاختبار مرة ثانية مع تغيير فترات الأزمة والاضطراب حيث بدأت فترة الأزمة إما من ١ يونيو عام ١٩٩٧ (حينما انهار السوق التايلاندي) أو ٧ أغسطس عام ١٩٩٧ (حينما تدهور سويا سوق كل من إندونيسيا وتايلاند) مع الانتهاء فى مارس ١٩٩٨ ، كذلك زادت فترة الهدوء بحوالي ثلاث سنوات . المهم أن التوجه العام للنتائج لم يتغير بتغير الفترات، فقد زادت معاملات الارتباط في فترات الأزمة زيادة معنوية مقارنة بفترات الهدوء، وهو ما يعكس وجود عدوى بالمفهوم السابق الإشارة إليه . كذلك تم الاختبار مع تغيير مصدر العدوى بدلا من هونج كونج ، ففي إحدى الاختبارات كان المصدر تايلاند بعد انهيار سوقها في يونيو عام ١٩٩٧ ، كما أجرى الاختبار بافتراض أن مصدر العدوى هو إندونيسيا وتايلاند بعد انهيار سوقهما سويا في أغسطس عام ١٩٩٧ ، ولا أريد هنا الدخول في تفاصيل الدراسة فهو يخرج عن إطار هذا الكتاب . ولكن ما تجدر الإشارة إليه أن الاختبار للعدوى قد أجري في حالة أزمة المكسيك عام ١٩٩٤ وكذلك في حالة انهيار السوق الأمريكية (١٩٨٧) مع تغيير البلاد المتأثرة بالعدوى في كل حالة ، وتوضح النتائج أيضا ارتفاع معامل الارتباط بشكل معنوي في أثناء الأزمة مقارنة بفترة الهدوء[٣٨].

ما أحب التأكيد عليه هو نظرة الدراسة ومفهومها حول منهجية قياس معامل الارتباط في فترات الأزمة مقارنة بفترات الهدوء باعتبار أن زيادة المعامل في فترات الأزمة زيادة معنوية هي مؤشر ودليل على وجود العدوى ، إذ يرى الباحثان القائمان بهذه الدراسة أن قياس معامل الارتباط في وقت الأزمة لأسباب عديدة ينطوي بالضرورة على تحيز إلى أعلى في قيمة معامل الارتباط ، وبالتالي فإن مقارنته بمعامل الارتباط في فترات الهدوء والاستقرار قد تؤدي بنا إلى نتائج خاطئة . لذلك السبب اقترح الباحثان ضرورة تعديل أو تصحيح معامل الارتباط في فترات الأزمة لمعالجة هذا التحيز إلى أعلى وإزالته ، واقترحا منهجية محددة لمعالجة هذا التحيز إلى أعلى في معامل الارتباط وقت الأزمة [٣٩] . وفي جميع الاختبارات التي قاموا بها تم تعديل معامل الارتباط في فترات الأزمة . ففي فترات الأزمة بلغ متوسط معامل الارتباط للعينة كلها دون أي تعديل حوالي ٠,٥٣ في حين أن معامل الارتباط وقت الأزمة بعد التعديل بلغ ٠,٣٢ ، وكذلك الأمر وقت

الاستقرار فقد بلغ متوسط معامل الارتباط دون تعديل ٢٠, ٠ في حين بلغ متوسط معامل الارتباط بعد التعديل ٢٢, ٠ وبناء على هذا التعديل وإجراء الاختبارات فإن النتائج توضح بما لا يدع مجالا للشك في أن هناك زيادة في معاملات الارتباط في فترة الأزمة إلا أنها ليست زيادة معنوية (إلا في حالة واحدة من واقع ٢٧ حالة وهي حالة إيطاليا)[٤٠] وهو ما يعنى وجود ارتباط قوي ولكن لا توجد عدوى بمفهومنا السابق . ومن هنا يرى الباحثان أن النتائج بعد تعديل معاملات الارتباط مهمة ، إذ تشير إلى وجود ارتباط متبادل ولكنها لا تشير إلى وجود عدوى ، وبالتالي فإن ما يحدث من تزامن الحركة وتوحد سلوك الأسواق ما هو إلا رد فعل الأسواق بعضها للبعض بناء على وجود ظاهرة الارتباط المتبادل بينها ، وهذا الارتباط يدفع إلى توحد حركة هذه الأسواق وقت الأزمة ، ولكن لا يمكن تسمية هذه الحركة بالعدوى . هل نقبل بتصحيح وتعديل معامل الارتباط وبالتالي النتائج المترتبة على هذا التعديل بمعنى وجود ارتباط متبادل ولا عدوى ، أم لا نقبل بهذا المنهج ونقبل نتائج قياس معاملات الارتباط دون تعديلها ؟ هذا أمر يحتاج إلى دراسة مستفيضة ولكن يكفينا هنا مجرد قبول فكرة الارتباط المتبادل ، بمعنى أن الارتباط المتبادل سوف يدفع الأسواق وقت الأزمة إلى حركة موحدة مشتركة في ذات الاتجاه وهذا ما نطلق عليه العدوى .

(و) أمثلة من حالات العدوى :

نحاول في هذا الجزء التعرض لأزمتين ماليتين هما الأزمة المالية الروسية والأزمة المالية البرازيلية باعتبارهما من توابع الأزمة المالية الآسيوية إلا أن كلا منهما قد خلق لنفسه ذاتية مستقلة وامتدت آثار كل من الأزمتين إلى خارج حدود أسواق الدولتين ، بل يمكن القول إن الأزمة الروسية كادت تولد أزمة عالمية من خلال تأثيرها في أوضاع صناديق التغطية الاستثمارية Hedge Funds لولا تدخل بنك الاحتياط الفيدرالي ، وعلى الرغم من ذلك فقد انتقلت آثار هاتين الأزمتين إلى دول أخرى من خلال حركة المؤشرات المالية ومن خلال التأثير في أوضاع الجهاز المصرفي في العديد من الدول . وسوف نتناول فيما يلي هاتين الأزمتين على التوالي :

أولا ـ الأزمة المالية الروسية :

في السابع عشر من أغسطس عام ١٩٩٨ استسلم البنك المركزي الروسي للضغوط المستمرة من جانب الأسواق على سعر صرف الروبل وقرر تغيير نظام الصرف السائد مما كان يعني تخفيضا فعليا للروبل بلغ ٣٤٪ . أضف إلى ذلك قيام الحكومة في ذات اليوم (١٧/٨/١٩٩٨) بإعلان توقفها عن خدمة الدين الأجنبي لمدة ٩٠ يوما ، بجانب إعادة هيكلة الدين المحلي وهو ما كان يعني توقفا فعليا عن الوفاء بالتزام ، هذا بجانب فرض الرقابة على الصرف في حساب رأس المال . أما إعادة هيكلة الدين المحلي والبالغ ٢٩٠ بليون روبل فهو يتكون من إصدارات الـ . . GKO's و OFZ'S حيث تبلغ هذه الأوراق ٧٣٪ من الدين المحلي[٤١]، أما أوراق الدين GKO فهي أذونات خزينة قصيرة المدى تبلغ قيمة الكوبون صفرا ، أما الأوراق OFZ فهي سندات للحكومة الفيدرالية لها كوبونات مستحقة دوريا . وتجدر الإشارة إلى أن الانهيار والاضطراب التي أصاب سوق أوراق الدين الحكومية قد دفع العائد على هذه الأوراق إلى ما يزيد على نسبة ٦٠٪ .

والواقع أن الأمور لم تكن وليدة السابع عشر من أغسطس ذلك أن ضغوط المستثمرين والأسواق في تصاعد مستمر وبمعدلات متسارعة منذ نهاية شهر مارس عام ١٩٩٨ ، ويرجع ذلك إلى عدد من العوامل التي تضافرت ودفعت إلى زيادة توتر المستثمرين وقلقهم ومن ثم تصاعد ضغوطهم . وتتمثل هذه العوامل في تصاعد عجز الموازنة إلى إبعاد خطره ، وتفاقم حجم الدين العام (الخارجي الداخلي) ، وتحول ميزان المدفوعات الجاري من حالة الفائض إلى العجز ، وبدأ تراجع الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية بشكل غير متلائم مع الالتزامات الخارجية قصيرة المدى . وفي هذا الصدد يمكن الإشارة إلى العوامل التالية :

١ ـ شهد عام ١٩٩٨ انهيارا كاملا لأسعار النفط الدولية وهو أحد أهم المصادر الأساسية للإيرادات العامة ولحصيلة الصادرات السلعية . ويرجع انهيار أسعار النفط جزئيا إلى الأزمة الآسيوية وما أعقبها من انكماش حجم النشاط الاقتصادي ، ويقدر الانخفاض في الطلب على النفط نتيجة لهذه الأزمة بحوالي ٤٥٠ ألف برميل يوميا . وعلى الرغم من هذا الانخفاض في الإيرادات فقد ظلت مستويات الإنفاق

على ما هي عليه بل تزايدت ، حيث تشير كافة الدراسات إلى أن روسيا ما زالت تسير على برامجها التسليحية كما كانت في ظل الحرب الباردة وصراع العملاقين متناسية بذلك الحقائق الجديدة في الساحة الدولية . ومن ذلك الإنفاق على الصواريخ الجديدة عابرة القارات، وعلى حاملة الطائرات (أوميرال كوزنيتسون) والباخرة الذرية (بطرس الأكبر) والغواصات الذرية الجديدة ، وتشير أكثر التقديرات تحفظا إلى أن هذا البرنامج التسليحي تبلغ تكلفته ٣٧ بليون دولار أمريكي(٤٢) . وقد رفض البرلمان في ٣٧ يوليو رفضا قاطعا الإجراءات الحكومية المقترحة لزيادة الإيرادات .

٢ـ زاد من أعباء الموازنة العامة وبالتالي من عجزها أعباء خدمة الدين العام المركزي الذي يتسم بقصر أجله . ونظرا لكبر حجم الدين والمخاطر به فقد دعا ذلك المستثمرين لان يطلبوا هامشا مرتفعا لمواجهة هذه المخاطر ، وليس غريبا إذن أن يتخطى سعر الفائدة على السندات الحكومية ٥٠٪ خلال الشهور السابقة على الانهيار في أغسطس عام ١٩٩٨ . ولأن أغلب آجال استحقاق الدين الحكومي هي آجال استحقاق قصيرة الأجل فقد ترتب على ذلك أن أصبح الدين أكثر استجابة لصدمات الثقة والجدارة الائتمانية وصدمات تقلبات السوق . وقد أدى تفاعل كل من سعر الفائدة المرتفع وآجال الاستحقاق القصيرة الأجل أن استوعب سداد التزامات الدين (الفوائد) حوالي ٥٠٪ من الإيرادات العامة .

٣ ـ اتجه العديد من استثمارات بعض المؤسسات في دول جنوب شرق آسيا منذ عام ١٩٩٥ نحو الاستثمار في سوق الأسهم في روسيا ونحو شراء أدوات الدين الحكومي الروسية حتى تلك المقومة بالروبل الروسي ، نظرا لارتفاع عائدها وثبات سعر صرف الروبل . وعلى سبيل المثال ففي خلال سنوات التسعينيات الأولى تم إنشاء عدد من بنوك الاستثمار Merchant Banks في كوريا الجنوبية. ولقد قامت هذه المؤسسات المالية بالاقتراض بالعملات الأجنبية (خاصة الدولار) من السوق الدولي ـ حيث سمح تحرير حساب رأس المال في كوريا بذلك ـ وقامت باستثمار حصيلة هذه القروض في أدوات الدين الحكومي وسوق الأسهم الروسية . وحينما انهارت السوق الكورية خاصة مع نهاية ١٩٩٧ وبداية عام ١٩٩٨ وبدأت المؤسسات

المالية الكورية تعاني من شح في السيولة حاولت هذه المؤسسات التخلص من أوراق الدين الحكومية الروسية والأسهم الروسية التي في حوزتها مما ساعد على تسارع انهيار السوق المالي الروسي .

٤- تدهور الميزان الخارجي الروسي عام ١٩٩٧ وعام ١٩٩٨ ، حيث انخفض فائض ميزان المدفوعات الجاري من ١ ,١٢ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ إلى ٩ ,٢ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ ، في حين حقق عجزا مقداره بليون دولار أمريكي في الربع الأول من عام ١٩٩٨ نتيجة لانخفاض فائض الميزان التجاري إلى ١٢ ,١ بليون دولار أمريكي . ولم يكن من المتوقع أن تزداد الصادرات استجابة لانخفاض سعر صرف الروبل ـ فأغلب الصادرات السلعية الروسية مسعرة بالدولار الأمريكي، هذا بجانب أن ما يزيد على ٥٠٪ من واردات روسيا إنما تتمثل في سلع أساسية تتسم بانخفاض مرونتها السعرية .

٥- بدأت الضغوط على الروبل وعلى أسواق الأسهم في روسيا منذ نهاية مارس عام ١٩٩٨ ، إذ بدأ المستثمرون في الخروج من سوق الأسهم مع نهاية مارس حيث حقق السوق انخفاضا ملحوظا في ٢٣ مارس عام ١٩٩٨ . وحاولت الحكومة في نهاية مايو عام ١٩٩٨ بيع ٧٥٪ من حصة ملكيتها في شركة روزنفت وهى أكبر شركة بترول روسية ما زالت في يد الحكومة ، ولم يكن من الممكن تسويق هذه الحصة ، إذ عجزت عن جذب المستثمرين. وانخفض سوق الأسهم مرة أخرى مع تردد صندوق النقد الدولي في تقديم ما مقداره ٦٧٠ مليون دولار أمريكي وهو ما يمثل شريحة من قرضه لروسيا. وإذا كان سوق الأسهم قد شهد انتعاشا مؤقتا مع قيام المقرضين الدوليين لروسيا بالتعهد بتوفير تسهيلات إضافية قدرها ٢٢ بليون دولار أمريكي، إلا أنها عادت للانهيار مرة أخرى وبحدة في ١٠ أغسطس عام ١٩٩٨ واستمرت في التدهور منذ ذلك التاريخ في ١٣ أغسطس و٢١ أغسطس ، والأسبوع الأول من سبتمبر عام ١٩٩٨ .

٦ ـ ترتب على انهيار سوق الأسهم والسندات خسائر كبيرة غير مسبوقة في محافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك والمؤسسات المالية العالمية. وفيما بين نهاية ديسمبر عام ١٩٩٧ وحتى نهاية الأسبوع الأول من سبتمبر عام ١٩٩٨ حققت صناديق

الاستثمار خسائر في قيمة الأسهم المتداولة بنسبة تتراوح بين ٥٥٪ و ٨٢٪ . ويوضح الجدول رقم (٣) بالمحلق الإحصائي لهذا الفصل إشارة إلى أهم صناديق الاستثمار الدولية التي تعمل في السوق الروسية وصافي قيمة أصولها في ٣١ ديسمبر عام ١٩٩٧و ٩ سبتمبر عام ١٩٩٨ والتغير في صافي قيمة الأصول ونسبة التغير في هذه القيمة ، مع الإشارة إلى هيكل المحفظة أو تركيبتها من حيث الأهمية النسبية للأدوات الاستثمارية المختلفة فيها ، ويؤكد الجدول أنه كلما ارتفع النصيب النسبي للأسهم في تركيبة الصندوق أو المحفظة الاستثمارية ارتفعت نسبة الخسارة في صافي قيمة أصول الصندوق أو المحفظة الاستثمارية .

٧ ـ استمر تدهور سعر صرف الروبل منذ ١٧ أغسطس عام ١٩٩٨ فقد حاولت الحكومة تخفيض الحد الأدنى للسعر من ٧,١٣ روبل للدولار إلى ٩,٥ للدولار ، ولكن قوى السوق دفعت هذا الحد الأدنى إلى أبعاد خطيرة . ففي ٢٥ أغسطس عام ١٩٩٨ سجل الروبل الروسي أكبر انخفاض له ، مما اضطر البنك المركزي في ٢٦ أغسطس إلى وقف تداول الروبل مقابل الدولار ، في حين أوقف التعامل بالروبل نهائيا في ٢٨ أغسطس ، ووصل الحد الأدنى لسعر صرف الروبل إلى ١٢ روبل للدولار، واستمر تدهور سعر صرف الروبل في السوق غير الرسمي ليتخطى ١٨ وحتى ٢٠ روبل للدولار. ويكفي هنا الإشارة إلى أن دفعة الأموال التي قدمها صندوق النقد الدولي إلى روسيا في يوليو عام ١٩٩٨ والبالغ ٤,٨ بليون دولار أمريكي ، اتجه منها بليون دولار أمريكي إلى وزارة المالية لمواجهة التزامات الدين العام ، في حين استخدم البنك المركزي الباقي وقدره ٣,٨ مليون دولار أمريكي للدفاع عن الروبل . وحينما تدهور الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية إلى ٨,٧ مليون دولار أمريكي في شهر أغسطس فإن البنك المركزي لم يكن على استعداد لاستخدام الاحتياطي للدفاع عن الروبل لأن ذلك معناه خسارة بليون دولار أسبوعيا في هذه العملية الفاشلة ابتداء .

٨ ـ تدهور أوضاع الجهاز المصرفي الروسي تدهورا كبيرا من جراء التخفيض المستمر للروبل ومن جراء إعادة هيكلة الدين الحكومي ، وقد ترتب على اتخاذ هذين الإجراءين الضغوط على البنوك لسحب الودائع وتصاعد هذا الضغط مع مرور

الـوقت وقـد عجزت بعـض البنوك عن رد الـودائع ، في حين اتجه بعضهـا إلى اتخاذ إجراءات الإفـلاس . وقد بلغـت التزامات البنـوك الروسيـة تجاه الدائنين الأجـانب حوالي ١٩,٢ بليون دولار أمريكي في يـوليو عام ١٩٩٨ ، مع ارتفاع نسبة الديون التي تستحق في مدى ثلاثة الأشهر التالية .

يمثل ما سبق ملامح الأزمة المالية والاقتصادية الروسية ، ولم تقف هذه الأزمة عند حدود روسيـا ، بل انتقلت آثـارها وبسرعة إلى العـالم ككل من خلال الجهـاز العصبي العالمي ألا وهـو الأسواق الماليـة العالميـة . فقد تـرتب على تدهـور سعر صرف الـروبل وإعـادة هيكلة الـدين الحكـومي خسارة كبيرة للمستثمـرين في هـذه الأدوات المقومـة بالروبل ، وحتى يقوم هؤلاء المستثمرون بالوفـاء بالتزاماتهم في مواعيدها فقد اضطروا إلى بيع بعض أدوات الاستثمار الأخرى والمقـومة بعملات أخرى في أسـواق أخرى ، وهكذا أدت الأزمـة الروسيـة إلى تصـاعـد الضغوط لبيع الأسهـم في أمـريكـا الـلاتينية وأوربـا والولايات المتحدة الأمريكية خاصة لإشباع الحاجة للسيولة .

ففي الأسبوع الأول من سبتمبر عام ١٩٩٨ بدأت أسواق الأسهم العالمية تستجيب لآثار الصـدمة الـروسية ، فـانخفض مؤشر الأسهـم في السوق البرازيليـة بحوالي١٥٪ وانخفض مؤشر سوق الأسهم في فنزويلا حوالي ١٩٪ منذ ١٩ أغسطس وحتى الأسبوع الأول من سبتمبر. وبدء تصاعد الضغوط لتخفيض عملات هاتين الدولتين مما أدى إلى تـدهور احتيـاطي العمـلات الأجنبية الـرسمي بهما نظـرا لمحاولـة السلطـات النقديـة استخدام هذا الاحتياطي للدفاع عن عملاتها .

وقد تأثر مؤشر داو جونـز (الولايات المتحدة) حيث انخفض بحوالي ٥١٢ نقطة في الأسبوع الأول من سبتمبر وهو ثاني أكبر انخفاض في تاريخ هذا المؤشر . أضف إلى هذا قيام العديد من البنوك الأمريكية والأوربية بـالإعلان عن خسائرها في السوق الروسية ، حيث بلغت خسارة المؤسسات المالية الأمـريكية في السوق الروسي حوالي ٨ بليون دولار حتى نهايـة منتصف سبتمبر . كذلك حقق العـديد من صنـاديق التغطية الاستثماريـة خسـائر في سوق الأسهـم الـروسية ، كـذلك أطـاحت الأزمة الـروسية ببعض صنـاديق التغطية الاستثمارية التي تعاملت في سـوق المشتقات المالية والتي راهنت على أن هامش المخاطرة على أدوات الدين للدول الناشئـة سوف يضيق ، إي أن الفرق بين سعر الفائدة

على أدوات الدين للـدول الناشئة وسعر الفـائدة على سندات الخزينة الأمريكيـة سوف يتجه نحو الانـخفاض (سـوف يتقارب) ، وقد ترتب على الأزمة الـروسية وانهيار السوق الروسي تـزايد أزمـة عـدم الثقـة في الأسواق الناشـئـة وهـو مـا أدى إلى عـكس مـا كان مـتوقعا حيث زادت الفجـوة بين أسعار الفـائدة على ديـون الـدول الناشـئـة وسنـدات الخزينة الأمريكية . وهو ما أدى إلى خسـارة ضخمة لبعض هذه الصناديق وضعتها على شفا الإفـلاس ، لولا تدخل السـلطات النقـدية الأمريكـية (بنك الاحتيـاط الفدرالي) لإنقـاذ هـذه الصناديق ، حيـث كـانت سـتؤدى إلى انهيار مالي في السوق لـو لم يتـم هذا التـدخل . ولعل أهـم مـثل على ذلك هـو صندوق التغطية الاستثمارية المعـروف باسم (LTCM)[٤٨] .

ثانيا - الأزمة البرازيلية [٤٩] .

بحلول يوم ١٥ يناير عام ١٩٩٩ تخلت البرازيل عن الدفاع عن سعر الصرف المغالى فيه للـريال البرازيلي المرتبـط بالدولار الأمـريكي بعـد مرور ما يـزيد على أربـع سنوات ونصف من الدفـاع المستمر عن سعـر الصرف . وقد ترتب على القـرار الخاص بتعويم الريال البرازيلي دون أن يصاحب ذلك الالتزام بسياسة نقـدية ومالية ملائمة اختلالات عديدة ، وهي اختلالات مالية واقتصادية بـدأت مع الأزمة المالية الأسيوية وتصاعدت حدتها مع الأزمة الروسية التي سبق شرحها ، ومع حلول شهر فبراير بلغ الانخفاض في سعـر صرف الريال البرازيلي حوالي ٣٥٪ ، في حين وصلت أسعار الفائدة حوالي ٤٠٪ ، كما قدم محافظان متتابعان للبنك المركزي البرازيلي استقالتهما في أقل من شهر واحد .

وفى ٢٦ يناير عام ١٩٩٨ عجزت الحكـومة عن تسـويق سندات لمدة عـام واحد بلغت قيمتها ٨٣٣ بليـون دولار أمريكي بـالرغم مـع أن سعر الفـائدة عليها قـد بلغ ٤١٪ ، وذلك على الرغم من الرأي السائد بين المستثمرين حتى وقت قريب جدا والذي يرى أن الدين الخارجي والبالغ ٩٠ بليون دولار أمريكي والـدين الداخلي والبالغ ١٧٧ بليون دولار أمـريكي لا يمثل مشكلة تصعب مواجهتهـا . وقد ترتب على تدهـور سعر صرف الـريـال البرازيلي ارتفاع تكلفـة الـدين الخارجي المقـوم بالـدولار ، وكلما قـامت الحكومة برفع سعر الفائدة مستهدفة بذلك وقف نزيف خروج رءوس الأموال ، تضخم

حجم الدين . وفي شهر إبريل وحده اضطرت الحكومة إلى مد أجل ٥٠ بليون دولار من الـدين المحلـى ، وهـو ما يساوي ٥٠٠ مليون يوميا في الربـع الأول من عام ١٩٩٩ .

ويمكن القول إنه منذ تـدهور سعر صرف العملة الروسية وتوقف الحكـومة الروسية عن الوفاء بالتـزاماتها في منتصف أغسطس عام ١٩٩٨ بدأت سوق الأسهم والسندات البرازيلية تعاني معانـاة شديدة ، كما بدأ تآكل الاحتياطـي الدولي بمعدلات سريعة ؛ إذ انهار مـؤشر الأسهم بنسبة ٤٠٪ منذ بداية أغسطس وحتى نهايـة سبتمبر عام ١٩٩٨ ، كما وصلت أسعار السندات البرازيلية إلى أدناها منذ أزمة المكسيك في عام ١٩٩٥ ، كما فقدت البرازيل ما يقرب من ٢٠ بليون دولار أمريكي من الاحتياطي الدولي لها .

ولا شك في أن الأزمة المالية البرازيلية تمثل مشكلة كبيرة للمؤسسات الدولية وللعالم أجمع ، فالاقتصـاد البرازيلي هو أكبر اقتصـاد في أمريكا الـلاتينية ، وثـامن أكبر اقتصاد عـالمي ، وبـالتـالي فإن انهيـار البرازيـل سـوف يـولـد مشكـلات لشركـائه التجـاريين كـالأرجنتين ، كما يمكـن أن يحول أزمـة دولـة نـاشئـة إلى عـبء خطير على الاقتصـاد الأمريكي .

ولذلك تضافرت الجهود الدولية بقيادة صندوق النقد الدولي في نوفمبر عام ١٩٩٨ بحزمة إنقاذ بلغت ٤١,٥ بليون دولار أمـريكي مشروطة بتطبيق عدد من السيـاسات المالية ضمن برنامج تقشف شديـد ، وقد بدأت البرازيل في تطبيقه ، ويمكن القول إنه مع نهاية الربع الأول من عام ١٩٩٩وبداية الربع الثاني بدأت المؤشرات الكلية الأساسية تشير إلى تحسن ملحوظ .

هوامش الفصل السابع

١ ـ IMF, "World Economic Outlook", Oct. 1998. Washington. D.C. PP 36-37, see BIS, 63 rd Annual Report, April-June 1998, Basle, P.44.

٢ ـ T. M. Atnic & M. Walton, "Social Consequences of the East Asian Financial Crises", A report that represent an extended version of the Essay that forms chapter 5 of the World Bank Report, "East Asia: The Road to Recovery", Washington D.C. 1998. Part I, P.1. Prepared originally for the Asia Development Forum, March 1998 in Manila. (www.WorldBank.org/poverty/eacrisis/library)

٣ ـ Ibid P. 14.

٤ ـ Ibid P. 14.

٥ ـ Ibid P. 17.

٦ ـ Ibid P. 20.

٧ ـ Ibid P. 21.

ويشير تقرير صندوق النقد الدولي «رؤية اقتصادية للعالم» أكتوبر عام ١٩٩٨ إلى أن الفقراء قبل الأزمة كانـوا يمثلون ٣, ١١٪ من السكـان في إندونيسيـا ، ٧, ١٥٪ من السكـان في كوريـا ، ١, ١٥٪ من السكان في تايلاند ، وأنه بعد الأزمـة زاد عدد الفقراء نتيجة لانخفاض الدخل من ناحية وزيادة البطالة من ناحية أخرى من ٨, ٤٪ إلى ٢, ١١٪ في إندونيسيا ، كما زادوا في كوريا بنسبـة تتراوح بين ٦, ١٪ إلى ١٢٪، في حين كـانت الزيـادة في الفقر في تـايـلاند نتيجة لهذين العاملين تتراوح بين ٣, ٢٪ إلى ٦, ١١٪ من جملة السكان

IMF, "World Economic Outlook", Oct. 1998. Opcit, P47.

٨ ـ نتيجة لـلأزمة المالية الآسيويـة تم تخفيض تقديرات معدلات النمـو السنوي لعام ١٩٩٨ في دول آسيا الأخرى عدا دول الأزمة ، فتقـدير معدلات النمو في الصين تم تخفيضه إلى ٥٪ مقارنة بنسبة ٨,٨٪ عام ١٩٩٧ ، وكذلك الأمـر بالنسبـة لهونج كونج وسنغافـورة وتايـوان . . إلخ ، انظر Bank of America "Asian Financial Outlook", March 1999, PP 48-52.

٩ ـ بنك الكويت الصنـاعي (الدائرة الاقتصـادية) : النفط وأزمـة الأسعار ١٩٩٨ـ١٩٩٩ . يـوليو ١٩٩٩.

١٠ ـ ذات المرجع السابق ص ٦.

١١ ـ انظر Economist. July 18 th 1998, P 106.

الناشئة هي أكثر الأسواق عرضة لهذا السلوك (سلوك القطيع) ، فبدلا من محاولة دراسة حالـة الاقتصاد والسـوق في كل دولة عـلى حـدة ـ وهـو ما قد يبـدو أمر مكلفـا ـ فإن السياسة المثلى إنها تتمثل في تزامن الانسحاب من مجمـوعة الأسواق المرتبطة دفعة واحدة بمجرد الإحساس بـالاضطراب في إحداها أو بمجرد ظهور المؤشرات الـدالة على انهيار إحداها . وكما سبق أن أشرنا فإن المهم في سلوك القطيع ليس هـو قناعة المستثمر بسوق معين ولكن قناعته بما هو سلوك الآخرين .

(هـ) قياس عدوى الأزمة

اتفق الاقتصاديون على أسلوب مباشر لقياس عدوى الأزمة من سوق إلى سوق ومن دولة إلى دولة . ويستند هـذا الأسلوب على مقارنة معاملات الارتبـاط بين سوقين خلال فترة الاستقـرار أو الهدوء ، وهـي الفترة المعتـادة ، وبينهـا خـلال فترة الاضطـراب أو الأزمة . أي مقارنة معامل الارتباط بين السوقين في فترة الهدوء وفترة الاضطراب . وتعرف العدوى بأنها الـزيادة الكبيرة و المعنـوية في معـامل الارتباط خـلال فترة الاضطراب أو الأزمة . وطبقا لهذا المنهج إذا كان معامل الارتبـاط بين سوقين (كإيطاليا وألمانيا) معتدلا ومعقولا ، بحيـث يترتب على حدوث أزمـة في سوق كل منهما زيـادة معنويـة في الحركة الموحدة للسـوقين فان ذلـك ينطوي على عدوى بـالمفهوم السـابق . وطبقـا لهذا المفهوم يمكن التفرقة بين العدوى ومجرد ردود الأفعال الناجمة عن الارتباط المتبادل بين الأسواق .

فإذا كان هناك معامل ارتبـاط قوي بين سوقين في الفترة المعتادة ، أي فترة الاستقرار والهدوء وظل هذه المعـامل بين السوقين قويـا دون زيادة معنـوية يعتد بها بعـد حدوث الأزمة أو الاضطـراب المالي فان ذلك لا ينطـوي على عدوى بل لا يعـدو أن يكون مجرد ارتباط متبادل بين سوقين . ومن هنا فإن وجود العدوى يتطلب توافر شرطين أساسيين ، الأول : هو مجرد وجود ارتباط مهـم يعتد به بين سوقين ، ثانيا : أن يزداد هذا الارتباط بين السـوقين وقت الأزمـة زيـادة معنويـة . ومن هنـا فإن العـدوى تعني أن الارتبـاط بين الأسواق يختلف اختلافا جذريا بعد الأزمة عنه قبلها ، في حين أن مجرد الارتباط المتبادل يعني عدم تغير العلاقة بين الأسواق بشكل كبير بعد الأزمة .

ولا شك في أن تقييم وقيـاس العـدوى من الأهمية بمكـان ، فـالاعتقاد السـائد في

أوساط المستثمرين أن الأزمة أو الاضطراب المالي إنما يرتبط بدولة ما وبالتالي فان الروابط بين الأسواق المالية ـ سواء أكانت أسواق الأسهم أم غيرها ـ تبدو ضعيفة . نتيجة لهذه الفرضية فإن تنويع المحافظ الاستثمارية على المستوى الدولي يلعب دورا مهمًا في توزيع المخاطر وبالتالي تخفيضها ومن ثم زيادة العائد على الاستثمار. فإذا حدثت الأزمة وترتب عليها انتقال العدوى إلى أسواق أخرى فإن ذلك من شأنه خلخلة حجة تنويع محافظ الاستثمار . بالإضافة إلى ذلك فإن عددا من الدراسات الخاصة بسلوك المستثمر تقوم على أساس افتراض أن رد فعل المستثمر يختلف جوهريا بعد انفجار الأزمة أو حدوث الصدمة السالبة ، ولا شك في أنه من الأهمية بمكان دراسة سلوك ورد فعل المستثمر في الأوضاع المختلفة (الهدوء والاضطراب) ذلك أن الأزمات تنتقل من دولة لأخرى أو من سوق إلى سوق من خلال هذا السلوك . كذلك ترى بعض المؤسسات المالية وصانعو السياسات الاقتصادية أن انفجار أزمة مالية في دولة ما قد يؤثر سلبا على التدفقات المالية إلى دولة أخرى على الرغم من سلامة المؤشرات الأساسية الكلية في الدولة الأخرى وهو ما قد يؤدى إلى حدوث أزمة مالية في تلك الدولة الأخرى ، وهى أزمة لا تبررها بأي حال من الأحوال حالة المتغيرات والسياسات الأساسية الكلية في هذه الدولة . إذا حدثت مثل تلك العدوى فان ذلك يشكل بذاته مبررا لتدخل المؤسسات المالية العالمية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي في محاولة لاستقرار الأوضاع في الدولة التي انتقلت إليها العدوى .

وهناك العديد من الدراسات الخاصة بقياس العدوى في الأزمات المالية سواء في الأزمة الآسيوية أو الأزمة المكسيكية أو الأزمات السابقة عليها ، ولا يمكن التعرض لنتائج هذه الدراسات جميعا ، ومن ثم لا بد من الانتقاء ، وفي هذا الصدد اخترنا أحدث دراستين في هذا الموضوع منشورتين عام ١٩٩٩ ، الأولى هي دراسة تيموربيج وايان جولد فين منشورة في مطبوعات صندوق النقد الدولي عام ١٩٩٩ ودراسة فوربس وريجوبون وهي منشورة في مطبوعات المركز الوطني للبحوث الاقتصادية عام ١٩٩٩، وسوف نتناول فيما يلي نتائج هاتين الدراستين :

الدراسة الأولى تحاول قياس العدوى ونمطها ، هل كان هناك عدوى وما هو نمط هذه العدوى ؟ وذلك بين أسواق الصرف الأجنبي ، وأسواق الأسهم ، وأسواق

الفائدة، وأسواق الدين الحكومي (أو فروق الفائدة على الدين الحكومي)، وفي كل هذه الأسـواق توضح النتـائج مصفـوفة معـامـلات الارتباط بين كل زوج من الأسـواق (أو المؤشرات التي تم اختيارهـا في هذه الأسـواق) وذلك خلال فترتين ، الفترة الأولى وهي فترة الأزمة المالية أو الاضطراب المالي وقـد اختارت الدراسة فترة من ٢ يوليو عام ١٩٩٧ وهو تاريخ انخفـاض البات التـايلاندي ، وحتى أول مـايو ١٩٩٨ ، وقـد تم حساب معاملات الارتباط وإخلال هذه الفترة مرة بـاعتبار الفترة كلها وحدة واحدة ومرة أخرى بتقسيم الفترة إلى فترات كل فترة منهـا ثلاثـة أشهر تتتـابع حتى نهاية الفترة، أمـا الفترة الثانية فهي فترة الهدوء وتمتد من ١ يناير عام ١٩٩٥ وحتى ديسمبر ١٩٩٦ وقد تم أيضا قياس معـاملات الارتبـاط بها، يلي ذلك اختبار مـا إذا كانت هنـاك زيادة معنـوية في معاملات الارتباط بين فترة الهدوء والاستقرار وفترة الاضطراب .

أما عن معاملات الارتباط في فترة الأزمة (يوليو ٧٩ ـ إبريل ٩٨) في سوق العملات بالنسبة للفترة كلها فتشير النتائج إلى معامـلات ارتباط موجبة بين كل زوج من الدول، وتخطت معاملات الارتباط ٢٥ , ٠ وأعلى من ذلك في حالة سبعة أزواج من الأسواق من مجموع عشرة أزواج . وتصل معاملات الارتباط بين أسعـار الصرف اليومية بين إندونيسيا وكل من كوريـا وماليزيا والفلبين وتـايلاند إلى ٢٥ , ٠، ٣٦ , ٠، ٢٦ , ٠، ٢٨ , ٠ على التوالي . ومعـاملات الارتباط المرتفعـة الأخرى إنما تتحقق في حالـة ماليـزيا مع كل من الفلبين وتايلاند[٣٣] (٢٨ , ٠) و (٣٥ , ٠)على التوالي، وتايلاند والفلبين (٣١ , ٠) ولا يـوجـد تأثير لانهيـار الـوون الكـوري على العمـلات الأخـرى على عكـس المتـوقع . وباستخـدام فترات ثلاثة الأشهـر المتتابعـة تزداد معامـلات الارتباط في بعض الحالات بشكل ملحوظ (تايلاند والفلبين ترتفع من ٢٢ , ٠ إلى ٧٥ , ٠ ، كما تشير النتائج إلى أن أقوى ارتباط خـلال الفترات كلهـا هو بين إندونيسيـا وماليزيا ، ولا يبـدو وجود تأثير يذكـر للوون الكـوري ، ولا للبات التـايلانـدي بالـرغم من أن انهياره كـان السبب في انفجار الأزمة .

أما بالنسبة لمعـاملات الارتباط بين أسواق الأسهم فتبدو معامـلات الارتباط ـ سواء في الفترة الزمنية كلها كـوحدة واحدة أو في الفترات المتتابعة ـ أعلى منهـا في حالة أسواق العملات وإن كانت ما زالت صغيرة إلى حد ما ، ويبدو أعلى ارتباط بين أسواق ماليزيا

وإندونيسيا كما هو الحال في سوق العملات ، وكذلك الأمر في العلاقة بين سوق كل من ماليزيا وتايلاند(٧ , ٠) خلال الفترة من ديسمبر عام ١٩٩٧ـ فبراير ١٩٩٨ ، أما بالنسبة لمعاملات الارتباط بين أسواق الفائدة فتبدو النتائج ضعيفة للغاية ولا يجوز الاعتداد بها بأي حال من الأحوال نظرا لعدم معنويتها من ناحية ولاختلاف اتجاهها بين موجب وسالب ، وربما يرجع ذلك لأن سعر الفائدة المستخدم ـ وهو سعر الفائدة بين البنوك لمدة ٢٤ ساعة لا يترجم تفاعل قوى السوق ، هذا بجانب أن سعر الفائدة في جميع بلدان الأزمة قد استخدم كأداة من أدوات السياسة النقدية .

ويختلف الأمر كلية فيما يتعلق بمعاملات الارتباط بين فروق أسعار الفائدة على أدوات الدين الحكومي . وقد تم اختيار الديون الحكومية المقومة بالدولار الأمريكي ، أما فروق أسعار الفائدة فقد حسبت على أساس الفرق بين سعر الفائدة على القرض الحكومي (المقوم بالدولار الأمريكي) وسعر الفائدة على سندات الخزينة الأمريكية التي لها ذات فترة الاستحقاق ، وذلك على أساس أن هذا الفرق يقيس المخاطر التي يتصورها الدائن لاحتمالات الإخلال بالوفاء بالالتزامات . وتوضح النتائج ارتفاع معاملات الارتباط بين الدول بشكل ملحوظ حيث تتراوح ما بين ٥١ , ٠ في حالة (ماليزيا ـ تايلاند) إلى ٩١ , ٠ في حالة (إندونيسيا ـ ماليزيا) ، حتى الدول التي تنخفض معاملات الارتباط بينها في كل من سوق العملة وسوق الأسهم (مثل الفلبين ـ تايلاند) يرتفع بالنسبة إليها معامل الارتباط في حالة فروق أسعار الفائدة حيث يصل في هذه الحالة إلى (٩١ , ٠٠) وتبدو النتائج غاية في الأهمية والمعنوية سواء تعلق الأمر بقياس معامل الارتباط منظورا إلى الفترة كلها كوحدة واحدة ، أو على أساس تقسيمها إلى فترات متتابعة كل فترة ثلاثة شهور .

الخطوة التالية كانت قياس معاملات الارتباط بين الأسواق في حالة الهدوء بنفس الأسلوب السابق الذي تم به قياس معامل الارتباط في حالة الاضطراب المالي ، وذلك على أساس أن فترة الهدوء والاستقرار تمتد من ١ يناير عام ١٩٩٥ إلى ٣١ ديسمبر عام ١٩٩٦ . وقد أعقب ذلك اختيار ما إذا كانت معاملات الارتباط في أثناء الأزمة تمثل زيادة معنوية مقارنة بمعاملات الارتباط في أثناء فترة الهدوء والاستقرار أم لا ؟ وتم فرز معاملات الارتباط التي تمثل زيادة في فترات الأزمة عن فترات الاستقرار على أساس

درجة معنوية ١٪ . وتوضح النتائج أن معاملات الارتباط بين أسعار الصرف في فترة الاستقرار تكاد لا تختلف كثيرا عن الصفر، كما أن الزيادة في معاملات الارتباط بين أسعار الصرف في حالة الأزمة تبدو معنوية للغاية[٣٧] . وربما ترجع هذه النتيجة إلى سيادة نظام سعر الصرف الثابت قبل اندلاع الأزمة وبالتالي كانت حركة أسعار الصرف ضعيفة للغاية . وتشير نتائج معاملات الارتباط في حالة أسواق الأسهم إلى نتائج مختلطة، ففي حالة الهدوء والاستقرار تبدو معاملات الارتباط بين أسواق الأسهم قوية وعالية نظرا لوجود تزامن بين حركة الأسواق وتوحد اتجاهاتها قبل الأزمة ، كما أن الزيادة في معاملات الارتباط وقت الأزمة تبدو معنوية في بعض الحالات فقط [٣٨]، أما في حالة أسعار الفائدة فباستثناء حالة كوريا ـ تايلاند (٣٧, ٠) لا توجد معاملات ارتباط ذات أهمية تذكر في حالة الهدوء والاستقرار ، أضف إلى ذلك أنه في ست حالات من بين عشر حالات تبدو الزيادة في معاملات الارتباط في فترات الأزمة معنوية مقارنة بمعاملات الارتباط في حالة الهدوء .

أما في حالة فروق أسعار الفائدة على الديون الحكومية المقومة بالدولار فإنه في جميع الحالات تقريبا كانت الزيادة في معاملات الارتباط في حالة الأزمة مقارنة بمعاملات الارتباط في حالة الهدوء والاستقرار معنوية عند مستوى ١٪ . وهو ما يؤكد العدوى بالمقياس أو المفهوم السابق .

وقد حاولت الدراسة تأكيد نتائجها باستخدام علاقة الانحدار بين المتغير المالي من ناحية والعوامل المفسرة له من ناحية أخرى، ولما كانت بيانات المؤشرات الأساسية الكلية ليس لها ذات معدل التكرار الذي تتمتع به البيانات المالية (كسعر الصرف وأسعار الأسهم يوميا) فقد تم اختيار متغير صوري أو وهمي[٣٤]بالاستناد إلى الأخبار اليومية الاقتصادية والمالية بعد تقسيمها إلى أخبار موجبة وأخبار سالبة ، أي ذات تأثير موجب وذات تأثير سالب ، وذلك على اعتبار أن المتغير الصوري الذي تم اختياره هو مؤشر قريب للمتغيرات الأساسية الكلية، وحيث إن العدوى ما هي إلا الحركة المتزامنة والمشتركة للمتغيرات المالية التي لا يمكن تفسيرها بفعل المتغيرات الأساسية الكلية ، فإن معامل الارتباط للمتغير المتبقي[٣٥] في معادلة الانحدار هو الذي يفسر العدوى، فإذا ارتفعت معنوية معامل الارتباط كان ذلك دليلا مؤكدا على العدوى. وتوضح النتائج التي توصلت إليها الدراسة صحة هذه الفرضية .

أما الـدراسة الثانية فتتعـرض لقياس العدوى بين أسـواق الأسهم فقط ، و تمتد إلى الأسـواق المالية الأخـرى . وقـد شملت الدراسـة ٢٧ سوقـا ماليـة هي أسـواق الدول الأسيويـة الخمس (دول الأزمة) بجـانب اليابـان وتايـوان وسنغافـورة ، وأربع دول من أمريكا الـلاتينية هي الأرجنتين والبرازيل وشيلي والمكسيك ، واثنتي عشر دولة من دول منظمة التعاون والتنمية[٣٦]، وثلاثـة أسواق نـاشئة أخـرى هي الهند وروسيـا وجنوب أفريقيا[٣٧] . وتقوم الدراسة بقياس العدوى في أثنـاء الأزمة المالية الأسيوية(١٩٩٧) ، والأزمة المكسيكيـة (١٩٩٤)، وانـهيار البـورصة الأمريكيـة(١٩٨٧) . وقد أشـارت الدراسة إلى أن الأزمة الأسيويـة لم تكن محل اهتمام الرأي العام العالمي ـ حسب النشر في الصحف العالمية والإقليمية ـ إلا ابتداء من انهيار بورصة هونج كونج في ١٧ أكتوبر عام ١٩٩٧ ، فمنذ ذلك التاريخ أو ابتداء من هذا الحدث أصبحت قضية الأزمة الآسيوية محل اهتمام العالم وموضوع الأخبار اليوميـة في الصحف العالمية . لذلك اعتبرت الدراسة أن فترة الاضطراب أو الأزمة الماليـة تمتد من تاريخ ١٧ أكتوبر عام ١٩٩٧ (وهو تاريخ انهيار بورصة هونج كونج) ولمدة شهر بعد هذا التاريخ . أما فترة الهدوء والاستقرار فقد افترضت الدراسة أنها تمتد مـن أول يناير عام ١٩٩٦ وحتى بداية فترة الاضطراب المالي (١٠/ ١٦/ ١٩٩٧) . وقد قامت الدراسة بحسـاب العائد اليومي على الأسهم بالدولار وبـالعملة المحليـة ، (ولم تختلف النتـائج في الحالتين) ، ثم قـامت بحساب متـوسط العائد في يومين لتأخذ في الاعتبار أن الأسواق المالية في البلاد المختلفة لا تعمل بالضرورة خلال ذات ساعات العمل .

وتشير النتائج فيما يتعلق بالأزمة الآسيويـة ، إلى زيادة معامل الارتباط في فترة الأزمة زيادة ملحـوظة ومعنـوية مقارنـة بمعامل الارتبـاط في فترة الهدوء . وتشير النتائج إلى : (١) وجود معـامل ارتباط قـوى بين أسواق الأسهـم (بين سـوق هونج كـونج والأسواق الأخرى) في فترة الهدوء(٢) ارتفاع معامل الارتباط في فترة الأزمة المالية والآسيوية ارتفاعا معنويا (زيادة معنوية عند مستوى ٥٪) وهو ما يؤكد وجود العـدوى ـ وتـؤكد البيانات وجود العـدوى بالمعنى السـابق (زيادة معامل الارتبـاط زيادة معنـوية) في خمس عشرة حالـة من مجموع سبـع وعشرين حالـة تمت دراستها[٣٧] . وتتمثل حـالات العدوى في ثـلاث حالات في دول جنـوب شرق وشرق آسيا هـي : إندونيسيـا وكوريـا ، والفلبين ، وشيلي في أمـريكا الـلاتينيـة ، وأستراليـا ، وبلجيكا ، وفـرنسـا ، وألمانيـا ، وإيطاليـا ،

وهولندا، وأسبانيا، والسويد، وسويسرا من دول منظمة التعاون والتنمية، هذا بجانب روسيا وجنوب أفريقيا. وقد تم إعادة الاختبار مرة ثانية مع تغيير فترات الأزمة والاضطراب حيث بدأت فترة الأزمة إما من ١ يونيو عام ١٩٩٧ (حينما انهار السوق التايلاندي) أو ٧ أغسطس عام ١٩٩٧ (حينما تدهور سويا سوق كل من إندونيسيا وتايلاند) مع الانتهاء في مارس ١٩٩٨، كذلك زادت فترة الهدوء بحوالي ثلاث سنوات. المهم أن التوجه العام للنتائج لم يتغير بتغير الفترات، فقد زادت معاملات الارتباط في فترات الأزمة زيادة معنوية مقارنة بفترات الهدوء، وهو ما يعكس وجود عدوى بالمفهوم السابق الإشارة إليه. كذلك تم الاختبار مع تغيير مصدر العدوى بدلا من هونج كونج، ففي إحدى الاختبارات كان المصدر تايلاند بعد انهيار سوقها في يونيو عام ١٩٩٧، كما أجرى الاختبار بافتراض أن مصدر العدوى هو إندونيسيا وتايلاند بعد انهيار سوقهما سويا في أغسطس عام ١٩٩٧، ولا أريد هنا الدخول في تفاصيل الدراسة فهو يخرج عن إطار هذا الكتاب. ولكن ما تجدر الإشارة إليه أن الاختبار للعدوى قد أجري في حالة أزمة المكسيك عام ١٩٩٤ وكذلك في حالة انهيار السوق الأمريكية (١٩٨٧) مع تغيير البلاد المتأثرة بالعدوى في كل حالة، وتوضح النتائج أيضا ارتفاع معامل الارتباط بشكل معنوي في أثناء الأزمة مقارنة بفترة الهدوء[٣٨].

ما أحب التأكيد عليه هو نظرة الدراسة ومفهومها حول منهجية قياس معامل الارتباط في فترات الأزمة مقارنة بفترات الهدوء باعتبار أن زيادة المعامل في فترات الأزمة زيادة معنوية هي مؤشر ودليل على وجود العدوى، إذ يرى الباحثان القائمان بهذه الدراسة أن قياس معامل الارتباط في وقت الأزمة لأسباب عديدة ينطوي بالضرورة على تحيز إلى أعلى في قيمة معامل الارتباط، وبالتالي فإن مقارنته بمعامل الارتباط في فترات الهدوء والاستقرار قد تؤدي بنا إلى نتائج خاطئة. لذلك السبب اقترح الباحثان ضرورة تعديل أو تصحيح معامل الارتباط في فترات الأزمة لمعالجة هذا التحيز إلى أعلى وإزالته، واقترحا منهجية محددة لمعالجة هذا التحيز إلى أعلى في معامل الارتباط وقت الأزمة [٣٩]. وفي جميع الاختبارات التي قاموا بها تم تعديل معامل الارتباط في فترات الأزمة. ففي فترات الأزمة بلغ متوسط معامل الارتباط للعينة كلها دون أي تعديل حوالي ٥٣ ,٠ في حين أن معامل الارتباط وقت الأزمة بعد التعديل بلغ ٣٢ ,٠ ، وكذلك الأمر وقت

الاستقرار فقد بلغ متوسط معامل الارتباط دون تعديل ٢٠, ٠ في حين بلغ متوسط معامل الارتباط بعد التعديل ٢٢, ٠ وبناء على هذا التعديل وإجراء الاختبارات فإن النتائج توضح بما لا يدع مجالا للشك في أن هناك زيادة في معاملات الارتباط في فترة الأزمة إلا أنها ليست زيادة معنوية (إلا في حالة واحدة من واقع ٢٧ حالة وهي حالة إيطاليا)[٤٠] وهو ما يعني وجود ارتباط قوي ولكن لا توجد عدوى بمفهومنا السابق . ومن هنا يرى الباحثان أن النتائج بعد تعديل معاملات الارتباط مهمة ، إذ تشير إلى وجود ارتباط متبادل ولكنها لا تشير إلى وجود عدوى ، وبالتالي فإن ما يحدث من تزامن الحركة وتوحد سلوك الأسواق ما هو إلا رد فعل الأسواق بعضها للبعض بناء على وجود ظاهرة الارتباط المتبادل بينها ، وهذا الارتباط يدفع إلى توحد حركة هذه الأسواق وقت الأزمة ، ولكن لا يمكن تسمية هذه الحركة بالعدوى . هل نقبل بتصحيح وتعديل معامل الارتباط وبالتالي النتائج المترتبة على هذا التعديل بمعنى وجود ارتباط متبادل ولا عدوى ، أم لا نقبل بهذا المنهج ونقبل نتائج قياس معاملات الارتباط دون تعديلها ؟ هذا أمر يحتاج إلى دراسة مستفيضة ولكن يكفينا هنا مجرد قبول فكرة الارتباط المتبادل ، بمعنى أن الارتباط المتبادل سوف يدفع الأسواق وقت الأزمة إلى حركة موحدة مشتركة في ذات الاتجاه وهذا ما نطلق عليه العدوى .

(و) أمثلة من حالات العدوى :

نحاول في هذا الجزء التعرض لأزمتين ماليتين هما الأزمة المالية الروسية والأزمة المالية البرازيلية باعتبارهما من توابع الأزمة المالية الآسيوية إلا أن كلا منهما قد خلق لنفسه ذاتية مستقلة وامتدت آثار كل من الأزمتين إلى خارج حدود أسواق الدولتين ، بل يمكن القول إن الأزمة الروسية كادت تولد أزمة عالمية من خلال تأثيرها في أوضاع صناديق التغطية الاستثمارية Hedge Funds لولا تدخل بنك الاحتياط الفيدرالي ، وعلى الرغم من ذلك فقد انتقلت آثار هاتين الأزمتين إلى دول أخرى من خلال حركة المؤشرات المالية ومن خلال التأثير في أوضاع الجهاز المصرفي في العديد من الدول . وسوف نتناول فيما يلي هاتين الأزمتين على التوالي :

أولا ـ الأزمة المالية الروسية :

في السابع عشر من أغسطس عام ١٩٩٨ استسلم البنك المركزي الروسي للضغوط المستمرة من جانب الأسواق على سعر صرف الروبل وقرر تغيير نظام الصرف السائد مما كان يعني تخفيضا فعليا للروبل بلغ ٣٤٪ . أضف إلى ذلك قيام الحكومة في ذات اليوم (١٧/٨/١٩٩٨) بإعلان توقفها عن خدمة الدين الأجنبي لمدة ٩٠ يوما ، بجانب إعادة هيكلة الدين المحلي وهو ما كان يعني توقفا فعليا عن الوفاء بالتزام ، هذا بجانب فرض الرقابة على الصرف في حساب رأس المال . أما إعادة هيكلة الدين المحلي والبالغ ٢٩٠ بليون روبل فهو يتكون من إصدارات الـ . . GKO's و OFZ'S حيث تبلغ هذه الأوراق ٧٣٪ من الدين المحلي[٤١]، أما أوراق الدين GKO فهي أذونات خزينة قصيرة المدى تبلغ قيمة الكوبون صفرا، أما الأوراق OFZ فهي سندات للحكومة الفيدرالية لها كوبونات مستحقة دوريا . وتجدر الإشارة إلى أن الانهيار والاضطراب التي أصاب سوق أوراق الدين الحكومية قد دفع العائد على هذه الأوراق إلى ما يزيد على نسبة ٦٠٪ .

والواقع أن الأمور لم تكن وليدة السابع عشر من أغسطس ذلك أن ضغوط المستثمرين والأسواق في تصاعد مستمر وبمعدلات متسارعة منذ نهاية شهر مارس عام ١٩٩٨ ، ويرجع ذلك إلى عدد من العوامل التي تضافرت ودفعت إلى زيادة توتر المستثمرين وقلقهم ومن ثم تصاعد ضغوطهم . وتتمثل هذه العوامل في تصاعد عجز الموازنة إلى إبعاد خطره ، وتفاقم حجم الدين العام (الخارجي الداخلي) ، وتحول ميزان المدفوعات الجاري من حالة الفائض إلى العجز ، وبدأ تراجع الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية بشكل غير متلائم مع الالتزامات الخارجية قصيرة المدى . وفي هذا الصدد يمكن الإشارة إلى العوامل التالية :

١ ـ شهد عام ١٩٩٨ انهيارا كاملا لأسعار النفط الدولية وهو أحد أهم المصادر الأساسية للإيرادات العامة وحصيلة الصادرات السلعية . ويرجع انهيار أسعار النفط جزئيا إلى الأزمة الآسيوية وما أعقبها من انكماش حجم النشاط الاقتصادي، ويقدر الانخفاض في الطلب على النفط نتيجة لهذه الأزمة بحوالي ٤٥٠ ألف برميل يوميا . وعلى الرغم من هذا الانخفاض في الإيرادات فقد ظلت مستويات الإنفاق

على ما هي عليه بل تزايدت ، حيث تشير كافة الدراسات إلى أن روسيا ما زالت تسير على برامجها التسليحية كما كانت في ظل الحرب الباردة وصراع العملاقين متناسية بذلك الحقائق الجديدة في الساحة الدولية . ومن ذلك الإنفاق على الصواريخ الجديدة عابرة القارات، وعلى حاملة الطائرات (أوميرال كوزنيتسون) والباخرة الذرية (بطرس الأكبر) والغواصات الذرية الجديدة ، وتشير أكثر التقديرات تحفظا إلى أن هذا البرنامج التسليحي تبلغ تكلفته ٣٧ بليون دولار أمريكي[٤٢] . وقد رفض البرلمان في ٣٧ يوليو رفضا قاطعا الإجراءات الحكومية المقترحة لزيادة الإيرادات .

٢ـ زاد من أعباء الموازنة العامة وبالتالي من عجزها أعباء خدمة الدين العام المركزي الذي يتسم بقصر أجله . ونظرا لكبر حجم الدين والمخاطر به فقد دعا ذلك المستثمرين لان يطلبوا هامشا مرتفعا لمواجهة هذه المخاطر ، وليس غريبا إذن أن يتخطى سعر الفائدة على السندات الحكومية ٥٠ ٪ خلال الشهور السابقة على الانهيار في أغسطس عام ١٩٩٨ . ولأن أغلب آجال استحقاق الدين الحكومي هي آجال استحقاق قصيرة الأجل فقد ترتب على ذلك أن أصبح الدين أكثر استجابة لصدمات الثقة والجدارة الائتمانية وصدمات تقلبات السوق . وقد أدى تفاعل كل من سعر الفائدة المرتفع وآجال الاستحقاق القصيرة الأجل أن استوعب سداد التزامات الدين (الفوائد) حوالي ٥٠٪ من الإيرادات العامة .

٣ ـ اتجه العديد من استثمارات بعض المؤسسات في دول جنوب شرق آسيا منذ عام ١٩٩٥ نحو الاستثمار في سوق الأسهم في روسيا ونحو شراء أدوات الدين الحكومي الروسية حتى تلك المقومة بالروبل الروسي ، نظرا لارتفاع عائدها وثبات سعر صرف الروبل . وعلى سبيل المثال ففي خلال سنوات التسعينيات الأولى تم إنشاء عدد من بنوك الاستثمار Merchant Banks في كوريا الجنوبية . ولقد قامت هذه المؤسسات المالية بالاقتراض بالعملات الأجنبية (خاصة الدولار) من السوق الدولي ـ حيث سمح تحرير حساب رأس المال في كوريا بذلك ـ وقامت باستثمار حصيلة هذه القروض في أدوات الدين الحكومي وسوق الأسهم الروسية . وحينما انهارت السوق الكورية خاصة مع نهاية ١٩٩٧ وبداية عام ١٩٩٨ وبدأت المؤسسات

المالية الكورية تعاني من شح في السيولة حاولت هذه المؤسسات التخلص من أوراق الدين الحكومية الروسية والأسهم الروسية التي في حوزتها مما ساعد على تسارع انهيار السوق المالي الروسي .

٤- تدهور الميزان الخارجي الروسي عام ١٩٩٧ وعام ١٩٩٨ ، حيث انخفض فائض ميزان المدفوعات الجاري من ١ , ١٢ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ إلى ٩ , ٢ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ ، في حين حقق عجزا مقداره بليون دولار أمريكي في الربع الأول من عام ١٩٩٨ نتيجة لانخفاض فائض الميزان التجاري إلى ١٢ , ١ بليون دولار أمريكي . ولم يكن من المتوقع أن تزداد الصادرات استجابة لانخفاض سعر صرف الروبل ـ فأغلب الصادرات السلعية الروسية مسعرة بالدولار الأمريكي، هذا بجانب أن ما يزيد على ٥٠٪ من واردات روسيا إنما تتمثل في سلع أساسية تتسم بانخفاض مرونتها السعرية .

٥- بدأت الضغوط على الروبل وعلى أسواق الأسهم في روسيا منذ نهاية مارس عام ١٩٩٨ ، إذ بدأ المستثمرون في الخروج من سوق الأسهم مع نهاية مارس حيث حقق السوق انخفاضا ملحوظا في ٢٣ مارس عام ١٩٩٨ . وحاولت الحكومة في نهاية مايو عام ١٩٩٨ بيع ٧٥٪ من حصة ملكيتها في شركة روزنفت وهى أكبر شركة بترول روسية ما زالت في يد الحكومة ، ولم يكن من الممكن تسويق هذه الحصة ، إذ عجزت عن جذب المستثمرين . وانخفض سوق الأسهم مرة أخرى مع تردد صندوق النقد الدولي في تقديم ما مقداره ٦٧٠ مليون دولار أمريكي وهو ما يمثل شريحة من قرضه لروسيا . وإذا كان سوق الأسهم قد شهد انتعاشا مؤقتا مع قيام المقرضين الدوليين لروسيا بالتعهد بتوفير تسهيلات إضافية قدرها ٢٢ بليون دولار أمريكي، إلا أنها عادت للانهيار مرة أخرى وبحدة في ١٠ أغسطس عام ١٩٩٨ واستمرت في التدهور منذ ذلك التاريخ في ١٣ أغسطس و٢١ أغسطس ، والأسبوع الأول من سبتمبر عام ١٩٩٨ .

٦ ـ ترتب على انهيار سوق الأسهم والسندات خسائر كبيرة غير مسبوقة في محافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك والمؤسسات المالية العالمية . وفيما بين نهاية ديسمبر عام ١٩٩٧ وحتى نهاية الأسبوع الأول من سبتمبر عام ١٩٩٨ حققت صناديق

الاستثمار خسائر في قيمة الأسهم المتداولة بنسبة تتراوح بين ٥٥٪ و ٨٢٪ . ويوضح الجدول رقم (٣) بالملحق الإحصائي لهذا الفصل إشارة إلى أهم صناديق الاستثمار الدولية التي تعمل في السوق الروسية وصافي قيمة أصولها في ٣١ ديسمبر عام ١٩٩٧و ٩ سبتمبر عام ١٩٩٨ والتغير في صافي قيمة الأصول ونسبة التغير في هذه القيمة ، مع الإشارة إلى هيكل المحفظة أو تركيبتها من حيث الأهمية النسبية للأدوات الاستثمارية المختلفة فيها ، ويؤكد الجدول أنه كلما ارتفع النصيب النسبي للأسهم في تركيبة الصندوق أو المحفظة الاستثمارية ارتفعت نسبة الخسارة في صافي قيمة أصول الصندوق أو المحفظة الاستثمارية .

٧ ـ استمر تدهور سعر صرف الروبل منذ ١٧ أغسطس عام ١٩٩٨ فقد حاولت الحكومة تخفيض الحد الأدنى للسعر من ١٣, ٧ روبل للدولار إلى ٥, ٩ للدولار ، ولكن قوى السوق دفعت هذا الحد الأدنى إلى أبعاد خطيرة . ففي ٢٥ أغسطس عام ١٩٩٨ سجل الروبل الروسي أكبر انخفاض له، مما اضطر البنك المركزي في ٢٦ أغسطس إلى وقف تداول الروبل مقابل الدولار ، في حين أوقف التعامل بالروبل نهائيا في ٢٨ أغسطس ، ووصل الحد الأدنى لسعر صرف الروبل إلى ١٢ روبل للدولار، واستمر تدهور سعر صرف الروبل في السوق غير الرسمي ليتخطى ١٨ وحتى ٢٠ روبل للدولار. ويكفي هنا الإشارة إلى أن دفعة الأموال التي قدمها صندوق النقد الدولي إلى روسيا في يوليو عام ١٩٩٨ والبالغ ٨, ٤ بليون دولار أمريكي، اتجه منها بليون دولار أمريكي إلى وزارة المالية لمواجهة التزامات الدين العام ، في حين استخدم البنك المركزي الباقي وقدره ٨, ٣ مليون دولار أمريكي للدفاع عن الروبل . وحينما تدهور الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية إلى ٨,٧ مليون دولار أمريكي في شهر أغسطس فإن البنك المركزي لم يكن على استعداد لاستخدام الاحتياطي للدفاع عن الروبل لأن ذلك معناه خسارة بليون دولار أسبوعيا في هذه العملية الفاشلة ابتداء .

٨ ـ تدهور أوضاع الجهاز المصرفي الروسي تدهورا كبيرا من جراء التخفيض المستمر للروبل ومن جراء إعادة هيكلة الدين الحكومي ، وقد ترتب على اتخاذ هذين الإجراءين الضغوط على البنوك لسحب الودائع وتصاعد هذا الضغط مع مرور

الـوقت وقـد عجزت بعـض البنوك عن رد الـودائع، في حين اتجه بعضهـا إلى اتخاذ إجراءات الإفـلاس . وقد بلغـت التزامات البنـوك الروسيـة تجاه الدائنين الأجـانـب حوالي ٢ , ١٩ بليون دولار أمريكي في يـوليو عام ١٩٩٨ ، مع ارتفاع نسبة الديون التي تستحق في مدى ثلاثة الأشهر التالية .

يمثل ما سبق ملامح الأزمة المالية والاقتصادية الروسية ، ولم تقف هذه الأزمة عند حدود روسيـا ، بل انتقلت آثـارها وبسرعة إلى العـالم ككل من خلال الجهـاز العصبي العالمي ألا وهـو الأسواق الماليـة العالميـة . فقد تـرتب على تدهـور سعر صرف الـروبل وإعـادة هيكلة الـدين الحكـومي خسارة كبيرة للمستثمـرين في هـذه الأدوات المقومـة بالروبل ، وحتى يقوم هؤلاء المستثمرون بالوفـاء بالتزاماتهم في مواعيدها فقد اضطروا إلى بيع بعض أدوات الاستثمار الأخرى والمقـومة بعملات أخرى في أسـواق أخرى، وهكذا أدت الأزمـة الروسيـة إلى تصـاعـد الضغوط لبيع الأسهم في أمـريكـا الـلاتينية وأوربـا والولايات المتحدة الأمريكية خاصة لإشباع الحاجة للسيولة .

ففي الأسبوع الأول من سبتمبر عام ١٩٩٨ بدأت أسواق الأسهم العالمية تستجيب لآثار الصـدمة الـروسية ، فـانخفض مؤشر الأسهـم في السوق البرازيليـة بحوالي١٥٪ وانخفض مؤشر سوق الأسهم في فنزويلا حوالي ١٩٪ منذ ١٩ أغسطس وحتى الأسبوع الأول من سبتمبر. وبدء تصاعد الضغوط لتخفيض عملات هاتين الدولتين مما أدى إلى تـدهور احتيـاطي العمـلات الأجنبية الـرسمي بهما نظـرا لمحاولـة السلطـات النقديـة استخدام هذا الاحتياطي للدفاع عن عملاتها .

وقد تأثر مؤشر داو جونـز (الولايات المتحدة) حيث انخفض بحوالي ٥١٢ نقطة في الأسبوع الأول من سبتمبر وهو ثاني أكبر انخفاض في تاريخ هذا المؤشر . أضف إلى هذا قيام العديد من البنوك الأمريكية والأوربية بـالإعلان عن خسائرها في السوق الروسية ، حيث بلغت خسارة المؤسسات المالية الأمـريكية في السوق الروسي حوالي ٨ بليون دولار حتى نهايـة منتصف سبتمبر . كذلك حقق العـديد من صنـاديق التغطية الاستثماريـة خسـائر في سوق الأسهم الـروسية، كـذلك أطـاحت الأزمة الـروسية ببعض صنـاديق التغطية الاستثمارية التي تعاملت في سـوق المشتقات المالية والتي راهنت على أن هامش المخاطرة على أدوات الدين للدول الناشئـة سوف يضيق، إي أن الفرق بين سعر الفائدة

على أدوات الدين للدول الناشئة وسعر الفائدة على سندات الخزينة الأمريكية سوف يتجه نحو الانخفاض (سوف يتقارب) ، وقد ترتب على الأزمة الروسية وانهيار السوق الروسي تزايد أزمة عدم الثقة في الأسواق الناشئة وهو ما أدى إلى عكس ما كان متوقعا حيث زادت الفجوة بين أسعار الفائدة على ديون الدول الناشئة وسندات الخزينة الأمريكية . وهو ما أدى إلى خسارة ضخمة لبعض هذه الصناديق وضعتها على شفا الإفلاس ، لولا تدخل السلطات النقدية الأمريكية (بنك الاحتياط الفدرالي) لإنقاذ هذه الصناديق ، حيث كانت ستؤدى إلى انهيار مالي في السوق لو لم يتم هذا التدخل . ولعل أهم مثل على ذلك هو صندوق التغطية الاستثمارية المعروف باسم (LTCM)[٤٨] .

ثانيا – الأزمة البرازيلية [٤٩] .

بحلول يوم ١٥ يناير عام ١٩٩٩ تخلت البرازيل عن الدفاع عن سعر الصرف المغالى فيه للريال البرازيلي المرتبط بالدولار الأمريكي بعد مرور ما يزيد على أربع سنوات ونصف من الدفاع المستمر عن سعر الصرف . وقد ترتب على القرار الخاص بتعويم الريال البرازيلي دون أن يصاحب ذلك الالتزام بسياسة نقدية ومالية ملائمة اختلالات عديدة ، وهي اختلالات مالية واقتصادية بدأت مع الأزمة المالية الأسيوية وتصاعدت حدتها مع الأزمة الروسية التي سبق شرحها ، ومع حلول شهر فبراير بلغ الانخفاض في سعر صرف الريال البرازيلي حوالي ٣٥٪ ، في حين وصلت أسعار الفائدة حوالي ٤٠٪ ، كما قدم محافظان متتابعان للبنك المركزي البرازيلي استقالتهما في أقل من شهر واحد .

وفى ٢٦ يناير عام ١٩٩٨ عجزت الحكومة عن تسويق سندات لمدة عام واحد بلغت قيمتها ٨٣٣ بليون دولار أمريكي بالرغم مع أن سعر الفائدة عليها قد بلغ ٤١٪ ، وذلك على الرغم من الرأي السائد بين المستثمرين حتى وقت قريب جدا والذي يرى أن الدين الخارجي والبالغ ٩٠ بليون دولار أمريكي والدين الداخلي والبالغ ١٧٧ بليون دولار أمريكي لا يمثل مشكلة تصعب مواجهتها . وقد ترتب على تدهور سعر صرف الريال البرازيلي ارتفاع تكلفة الدين الخارجي المقوم بالدولار ، وكلما قامت الحكومة برفع سعر الفائدة مستهدفة بذلك وقف نزيف خروج رءوس الأموال ، تضخم

حجم الدين . وفي شهر إبريل وحده اضطرت الحكومة إلى مد أجل ٥٠ بليون دولار من الـدين المحلـى ، وهـو ما يساوي ٥٠٠ مليون يوميا في الربـع الأول من عام ١٩٩٩ .

ويمكن القول إنه منذ تـدهور سعر صرف العملة الروسية وتوقف الحكـومة الروسية عن الوفاء بالتـزاماتها في منتصف أغسطس عام ١٩٩٨ بدأت سوق الأسهم والسندات البرازيلية تعاني معانـاة شديدة ، كما بدأ تآكل الاحتياطـي الدولي بمعدلات سريعة ؛ إذ انهار مـؤشر الأسهم بنسبة ٤٠٪ منذ بداية أغسطس وحتى نهايـة سبتمبر عام ١٩٩٨ ، كما وصلت أسعار السندات البرازيلية إلى أدناها منذ أزمة المكسيك في عام ١٩٩٥ ، كما فقدت البرازيل ما يقرب من ٢٠ بليون دولار أمريكي من الاحتياطي الدولي لها .

ولا شك في أن الأزمة المالية البرازيلية تمثل مشكلة كبيرة للمؤسسات الدولية وللعالم أجمع ، فالاقتصـاد البرازيلي هو أكبر اقتصـاد في أمريكا الـلاتينية ، وثـامن أكبر اقتصاد عـالمي ، وبـالتـالي فإن انهيـار البرازيـل سـوف يـولـد مشكـلات لشركـائه التجـاريين كـالأرجنتين ، كما يمكـن أن يحول أزمـة دولـة نـاشئـة إلى عـبء خطير على الاقتصـاد الأمريكي .

ولذلك تضافرت الجهود الدولية بقيادة صندوق النقد الدولي في نوفمبر عام ١٩٩٨ بحزمة إنقاذ بلغت ٤١,٥ بليون دولار أمـريكي مشروطة بتطبيق عدد من السيـاسات المالية ضمن برنامج تقشف شديـد ، وقد بدأت البرازيل في تطبيقه ، ويمكن القول إنه مع نهاية الربع الأول من عام ١٩٩٩ وبداية الربع الثاني بدأت المؤشرات الكلية الأساسية تشير إلى تحسن ملحوظ .

هوامش الفصل السابع

١ ـ IMF, "World Economic Outlook", Oct. 1998. Washington. D.C. PP 36-37, see BIS, 63 rd Annual Report, April-June 1998, Basle, P.44.

٢ ـ T. M. Atnic & M. Walton, "Social Consequences of the East Asian Financial Crises", A report that represent an extended version of the Essay that forms chapter 5 of the World Bank Report, "East Asia: The Road to Recovery", Washington D.C. 1998. Part I, P.1. Prepared originally for the Asia Development Forum, March 1998 in Manila. (www.WorldBank.org/poverty/eacrisis/library)

٣ ـ Ibid P. 14.

٤ ـ Ibid P. 14.

٥ ـ Ibid P. 17.

٦ ـ Ibid P. 20.

٧ ـ Ibid P. 21.

ويشير تقرير صندوق النقد الدولي «رؤية اقتصادية للعالم» أكتوبر عام ١٩٩٨ إلى أن الفقراء قبل الأزمة كانوا يمثلون ١١,٣٪ من السكان في إندونيسيا ، ١٥,٧٪ من السكان في كوريا ، ١٥,١٪ من السكان في تايلاند ، وأنه بعد الأزمة زاد عدد الفقراء نتيجة لانخفاض الدخل من ناحية وزيادة البطالة من ناحية أخرى من ٤,٨٪ إلى ١١,٢٪ في إندونيسيا ، كما زادوا في كوريا بنسبة تتراوح بين ١,٦٪ إلى ١٢٪ ، في حين كانت الزيادة في الفقر في تايلاند نتيجة لهذين العاملين تتراوح بين ٢,٣٪ إلى ١١,٦٪ من جملة السكان

IMF, "World Economic Outlook", Oct. 1998. Opcit, P47.

٨ ـ نتيجة للأزمة المالية الآسيوية تم تخفيض تقديرات معدلات النمو السنوي لعام ١٩٩٨ في دول آسيا الأخرى عدا دول الأزمة ، فتقدير معدلات النمو في الصين تم تخفيضه إلى ٥٪ مقارنة بنسبة ٨,٨٪ عام ١٩٩٧ ، وكذلك الأمر بالنسبة لهونج كونج وسنغافورة وتايوان . . إلخ ، انظر Bank of America "Asian Financial Outlook", March 1999, PP 48-52.

٩ ـ بنك الكويت الصناعي (الدائرة الاقتصادية) : النفط وأزمة الأسعار ١٩٩٨ـ١٩٩٩ . يوليو ١٩٩٩ .

١٠ ـ ذات المرجع السابق ص ٦.

١١ ـ انظر Economist. July 18 th 1998, P 106.

انظر أيضا أعداد September 26 th, June 13 th، راجع أيضا
Deutche Bank Research "Economic & Financial Outlook", June 1998, P.8.

١٢ - OECD, "Economic Outlook", June 1998, P.14.

١٣ - Ibid, P.3, table 1.3.

١٤ - IMF, "World Economic Outlook", May 1999, statistical Appendix.

١٥ - الأرقام الخاصة بحصيلة الصادرات النفطية لدول الأوبك من الأعوام ١٩٩٦، ١٩٩٧، ١٩٩٨ مأخوذة من Arab Oil & Gas, Feb. 1 st, 1999, P.98.

١٦ - الأرقام الخاصة بالموازين التجارية للدول العربية ونسبة التغير فيها تم الحصول عليها من تقارير البلدان Economist Intelligent Unit, "Country Report" 3 rd quarter 1999.

١٧ - IMF . " World Economic Outlook" May 1998, P.83.

١٨ - Ibid, P.83.

١٩ - K.Forbes & R. Rigobon." No contagion , only interdependence: Measuring stock market co-movements." NBER. Working paper No. 72 67, July 1999, p.7.

٢٠ - T. Baig & II Goldfain, , " Financial Market Contagion in the Asian Crisis." IMF staff papers, June 1999, P. 170.

٢١ - Ibid. P. 170.

٢٢ - Ibid, P. 170.

٢٣ - . Ibid, Table 1,P.170.

٢٤ - BIS, " 68 th Annual Report" , 1 st April - 31 st June 1998, Basle June 1998, P 106, Graph V1.8 P 108.

٢٥ - P. Masson, " Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibrea," IMF, Working paper, No 142, 1998, P.4 .

٢٦ - انظر أيضا - IMF,World Economic Outlook, May 1998 Opcit PP.84 -85 T.Baig 85& I . Goldfain , opcit , P. 183.

٢٧ - " Pure Contagion" .انظر
IMF, " World Economic Outlook : May 1998, opcit , P.83,
وكذلك P. Masson , (1998), opcit , P5.

٢٨ - Multiple Equilibria

٢٩ - انظر إلى K. Forbes R. Rigobon, NBER, Worky paper 7267 (1999), Opcit P7. See Also Masson, Contagion ..., opcit P.P5-6

٣٠ - P. Masson, Contagion ...., 1998 opcit P.

٣١ - wake - up call

٣٢ - انظر في شرح وجهة النظر هذه
T. Baig & I coldfai market contagion..., P.171 (1999).finan cial.

انظر أيضا P. Masson , (1998), " Contafion : Monsoonal ...., opcit , p. 6

٣٣ ـ) K. Forbes & R. Rigobon, " No Contagion , only.....,NBER, WP.No. 7267 July 1999), opcit , p7.

٣٤ ـ BIS , " 68 th Annual Report", April 1997, June 1998 Basle 1998, opcit , pp. 108-109.

٣٥ ـ Taimas Baig & IIAN Goldfain " Financial market contagion in the Asian Crisis," IMF Staff papers , vol 46 no. 2, June 1999. Kristin Forbes & R. Rigobon, " No Contagion, only interdependence: measuring stock market co-movements" National Bureau of Economic Research, working paper No 7267, July 1999.

٣٦ ـ T. Baig & II. Goldfain , opcit , P. 171

٣٧ ـ T. Baig & II. Goldfain , opcit , P. 179

٣٨ ـ T. Baig & II Goldfain , opcit p. 179

٣٩ ـ Dummy Variable

٤٠ ـ Residual factor

٤١ ـ هي أستراليا وبلجيكا وكندا وفرنسا وألمانيا وهولندا وإيطاليا وأسبانيا والسويد وسويسرا وإنجلترا والولايات المتحدة.

٤٢ ـ لمعرفة القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصات الدول محل الدراسة انظر K . Forbes & R. Rigobon , " No contagion, only interdependence......, opcit , Table I P, 17.

٤٣ ـ Forbes & Rigoban , No Contagion ...., opcit pp 20-21

٤٤ ـ Forbes & Rigabon , opcit , pp 29.34

٤٥ ـ لمتابعة وجهة النظر فى هذا الموضوع انظر :
Forbes & Rigabon , opcit , pp 11-24.

٤٦ ـ Forbes & Rigbon , opcit p. 22.

٤٧ ـ اعتمدنا في هذا الجزء على دراسة أعدتها الدائرة الاقتصادية بالبنك الصناعي بالكويت.
Russia's Financial and Economic Turmoil, September 1998.

٤٨ ـ Casper W. Winberger, Who lost Russia ? Forbes Global Business & Finance, October 5 ,1998, P. 17

٤٩ ـ Long Term Capital Management
لاستعراض قصة هذا الصندوق وآليات عمله وكيفية انهياره وبرنامج إنقاذه
انظر: Franklin R. Edwards, " Hedg Funds and The collapse of Long term capital management," The Journal of Economic Perspectives, vol. 13, No2, spring 1999, P 189.

٥٠ ـ لمزيد من التفاصيل عن الأزمة البرازيلية انظر:
IBK, Economic Department, " The Brazilian Predicament" July 1999.

الملحق الإحصائي
للفصل السابع
جدول رقم (1)
معدلات النمو السنوية (%)
للمتغيرات الكلية في دول الأزمة
(1996 - 1997)

السنة / المتغير	1996	1997	1998
الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى			
إندونيسيا	%7.8	%4.7	(%13.5-)
كوريا	%6.8	%4.96	(%5.8-)
ماليزيا	%8.6	%7.7	غ م
الفلبين	%5.8	%5.2	(%0.4-)
تايلاند	%5.5	(%0.4-)	(%10.2-)
الاستهلاك النهائى الخاص (الحقيقى)*			
إندونيسيا	%9.9	%9.3	%8.6
كوريا	%7.9	%4.5	(%8.7-)
ماليزيا	%5.8	%5.4	غ م
الفلبين	%3.7	%4.2	%2.5
تايلاند	%7.3	(%5.1-)	(%14.5-)
الاستثمار الثابت الإجمالى الحقيقى*			
إندونيسيا	%6.1	%13.2	(%63.3-)
كوريا	%8.2	(%1.3-)	(%20.0-)
ماليزيا	%9.6	غ م	غ م
الفلبين	%10.2	%16	(%14.4-)
تايلاند	%3.1	(%25.4-)	(%24.7-)
الصادرات السلعية (فوب)**			
إندونيسيا	%5.7	%12.2	(%10.5-)
كوريا	%4.3	%6.7	***(%3.6-)
ماليزيا	%7.1	%1.3	(غ م)
الفلبين	%17.7	%22.8	%16.9
تايلاند	(%1.9-)	%4.1	(%6.9-)

الواردات السلعية (فوب)**			
إندونيسيا	%8.1	%4.5	(%30.9-)
كوريا	%12.2	(%2.2-)	***(%38.1-)
ماليزيا	%1.6	%1.3	غ م
الفلبين	%20.8	%14.0	(%18.8-)
تايلاند	%0.8	(13.8-)	(%33.7-)

المصدر : كافة البيانات تم الحصول عليها من

IMF, "International Financial Statistics", September 1999.

* بيانات الاستهلاك النهائي الخاص والاستثمار الإجمالي الثابت بالأسعار الجارية وقد تم تكميشها باستخدام الرقم القياسي لأسعار المستهلك لكل دولة على حدة عام 1995 = 100 في حالة الاستهلاك الخاص والرقم القياسي لأسعار الجملة لكل دولة على حدة عام 1995 = 100 في حالة الاستثمار الثابت الإجمالي . وبيانات الأرقام القياسية تم الحصول عليها من I.F.S. صندوق النقد الدولي سبتمبر 1999 .

** طبقا لمفهوم ميزان المدفوعات .

*** الأرباع الثلاثة الأولى من عام 1998 مقارنة بالأرباع الثلاثة الأولى من عام 1997 .

الملحق الإحصائي
للفصل السابع

جدول رقم (2)

القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في أسواق الأسهم لدول الأزمة المالية الآسيوية
(بليون دولار أمريكي)

الدولة / السنة	يونيو 1997	ديسمبر 1997	نسبة التغير%
كوريا	153	43	- 72%
إندونيسيا	106	34	- 67%
تايلاند	62	24	- 46%
الفلبين	74	36	- 51%
ماليزيا	268	93	- 65%

المصدر : ABN - Amro Bank, "Economic Perspectives", February 1998, P. 32.

جدول رقم (3)

الملحق الإحصائي

الفصل السابع

أداء بعض صناديق الاستثمار في روسيا

(بليون دولار أمريكي)

اسم الصندوق	صافي قيمة الأصول 31 ديسمبر 1997	صافي قيمة الأصول 9 سبتمبر 1998	التغير في صافي قيمة الأصول	التغير %	تركيبة الصندوق
بلورتيجر (ريجنت)	33.93	7.4	26.53-	78.19-	58% أسهم ، 34% سندات بالروبل 8% نقد
فرست إن اي إس (بارينج)	20.79	9.34	11.45-	55.07-	37% أسهم،29% أسهم غير مدرجة، 16% سندات حكومية
فلمنج روسيا	25.20	4.34	20.66-	81.98-	100% أسهم
فراملنجتون رشا	12.51	9.01	3.5-	27.97-	30% أسهم، 10% نقد
صندوق نيورشا(بارينج)	11.95	2.81	9.14-	76.48-	84% أسهم ، 7% أذونات حكومية7%، 2% نقد
رورتيجر (ريجنت)	42.97	9.31	33.66-	78.33-	65% أسهم، 35% سندات بالروبل
أندرفاليود أستس (ريجنت)	17.24	4.70	12.54-	72.73-	97% أسهم، 3% نقد
تمبلتون رشا	30.79	7.57	23.22-	75.22-	67% أسهم ، 17% نقد
وايت تيجر(ريجنت)	27.42	7.09	20.33-	74.14-	63% أسهم، 29% سندات بالروبل، 8% نقد

المصدر : ساندانر إنفستمنت ، منشورة في

Russia Market Investor, Volume One, Issue Three, September 1998, P.5.

الفصل الثامن

قضايا مهمة أثارتها الأزمة وبعض الدروس المستفادة

نتعرض في هذا الفصل إلى بعض القضايا المهمة التي طرحتها الأزمة الآسيوية والتي قد يثور الجدل بشأنها ، أو قد تتطلب حلولا غير تلك المتعارف عليها تقليديا ، هذا بجانب أنه في هذا الفصل الأخير سوف نحاول أن نستخلص بعض الدروس المستفادة من هذه التجربة الفريدة في نوعها وأبعادها ، وهي دروس بلا شك مفيدة للدول النامية ولأسواقها الناشئة في المستقبل . ولنبدأ بالقضايا المهمة التي أثارتها الأزمة .

(أ) سعر الصرف والإنتاج :

حدث في أعقاب تدهور سعر صرف العملة الوطنية في عدد من الدول الآسيوية تراخ شديد في الطلب المحلي الإجمالي وتراجع في حركة النشاط الاقتصادي المحلي . كما صاحب التخفيض الحقيقي لسعر الصرف - الناجم عن الانخفاض الحاد في سعر الصرف الاسمي - في دول الأزمة الأربعة (كوريا ، ماليزيا ، إندونيسيا ، الفلبين) تراجع في تقديرات الناتج المحلي الإجمالي لعام ١٩٩٨ وهي السنة التالية لسنة اندلاع الأزمة عام ١٩٩٧ . وتشير بعض الدراسات والبحوث حول طبيعة العلاقة بين تراجع سعر الصرف الحقيقي وإيقاع حركة النشاط الاقتصادي ، إلى أن تخفيض سعر الصرف قد يتولد عنه آثار انكماشية على مستوى الإنتاج ، وإن كان البعض يرى أن هذه الآثار الانكماشية قاصرة فقط على المدة القصيرة[١].

ولا يختلف أحد على أن العلاقة بين تغير سعر الصرف وتغير مستوى الإنتاج هي علاقة معقدة ومركبة ومن الصعب الإلمام والإحاطة بخيوطها جميعا . إذ ترى النظرية التقليدية أن انخفاض سعر الصرف سوف يؤدي إلى زيادة مستويات الناتج . فتخفيض سعر الصرف سوف يدفع النشاط في كل من صناعات التصدير والصناعات المنافسة للواردات (أو التي تحل محل الواردات) . ويرجع ذلك إلى ارتفاع المقدرة التنافسية للصناعات التصديرية في السوق الدولي وبالتالي زيادة الطلب على منتجاتها ، كما تزداد المقدرة التنافسية لصناعات إحلال الواردات في السوق المحلي . وإذا كانت التجارة الدولية تلعب دورا مهمًا في اقتصاديات الدول الآسيوية ، فإنه من المتوقع أن يترتب على تراجع سعر صرف عملاتها الوطنية استجابة النشاط الاقتصادي في هذه البلاد استجابة موجبة وسريعة . فإذا حدث غير ذلك تماما ، بمعنى أنه لم يترتب على تدهور سعر الصرف دفع حركة الإنتاج في الصناعات التصديرية ، وإذا تغير اتجاه حركة رءوس الأموال فجأة ، فإن تصحيح الاختلال في الميزان الخارجي لا يمكن أن يتم إلا عن طريق تقلص الواردات . ولا يمكن أن يتحقق ذلك إلا عن طريق انخفاض الطلب المحلي انخفاضا حادا في البداية يسمح بهذا الانخفاض في الواردات . وتشير بعض الدراسات إلى أن الكثيرين توقعوا انكماش النشاط الاقتصادي في الدول الآسيوية في بداية الأزمة(٢).

ويحتاج الأمر منا هنا إلى تقديم تفسير سليم لهذه الاستجابة الضعيفة للصادرات ، ومن ثم إنتاج الصناعات التصديرية ، وذلك على الرغم من الزيادة الكبيرة التي تحققت في المقدرة التنافسية للصادرات في السوق الدولي نتيجة لانخفاض سعر الصرف انخفاضا حادا . ويرجع ذلك إلى أسباب تتعلق بهيكل التجارة الدولية لهذه الدول ، كما يعود إلى بعض جوانب الضعف المالي في هذه الاقتصاديات . فإذا نظرنا إلى الصادرات الرئيسية لهذه الدول بجانب صادراتها إلى اليابان نجدها تحتل ما يقرب من ربع صادرات هذه الدول (إندونيسيا ، ماليزيا ، كوريا ، تايلاند) . ويعني ذلك ببساطة أن صادرات هذه الدول كانت تتنافس في أسواق ضعيفة ، متراخية ، ومتقلصة . فقد انهار الطلب المحلي في بلدان الأزمة انهيارا حادا ، هذا بجانب معاناة اليابان منذ العام ١٩٩١ من انكماش عميق غير مسبوق في تاريخها . وتشير البيانات إلى أن الواردات اليابانية قد انخفضت بمعدل سنوي نسبته ٦٪ خلال الربع الأخير من عام ١٩٩٧، في حين كان

الانخفاض في حالة كوريا يفوق ذلك بكثير . أضف إلى ما سبق اعتماد الصناعات التصديرية في بعض الدول الآسيوية على السلع الوسيطة المستوردة من دول أخرى في آسيا . وهكذا ترتب على ضعف كل من الواردات والصادرات تغذية بعضها البعض .

وتجدر الإشارة إلى اختلاف التجربة المكسيكية في هذا المضمار ، ففي أعقاب تراجع سعر صرف البيزو المكسيكي في أواخر عام ١٩٩٤ وأوائل عام ١٩٩٥ تصاعدت الصادرات المكسيكية ، ذلك أن السوق الأمريكية التي تستوعب ما يقرب من ٨٥٪ من صادرات المكسيك كانت تعيش حالة انتعاش كبير في ذلك الوقت . وينطبق هذا النمط على الصادرات الفلبينية - وهي الاستثناء الوحيد من دول الأزمة الخمس - إذ يتجه أغلبها إلى السوق الأمريكية ، ولذا استمرت في التوسع والانتعاش خاصة في النصف الثاني من عام ١٩٩٧ .

وتجدر الإشارة هنا إلى أنه من الأمور المهمة التي تعوق زيادة الإنتاج - نتيجة لانخفاض سعر الصرف - ما يمثل صعوبة اتخاذ قرارات الإنتاج في ظل بيئة عدم اليقين . ويرجع عدم اليقين إلى صعوبة تحديد المستوى الذي سوف يستقر عنده سعر الصرف في ظل حالة انفلات سعر الصرف الاسمي وتغير معدلات التضخم وتقلبها . وكما نعلم فإن سعر الصرف هو الذي يحدد في النهاية أسعار الواردات من مستلزمات الإنتاج ، ومن هنا ففي ظل عدم إمكانية تحديد المستوى الذي سوف يستقر عنده سعر الصرف ، فإنه من الصعب على المنتجين الارتباط بالتزامات يترتب عليها تحديد مستويات الإنتاج في المدى الطويل[٣] . ولا شك في أن الوضع النسبي المهم الذي استطاعت بعض الدول الآسيوية تحقيقه في السوق الدولي من خلال التوسع الكبير في الطاقة الإنتاجية لبعض الصناعات قد أدى إلى تعقيد عملية الانتعاش والخروج من دائرة التراخي والانكماش . ذلك أنه في مثل تلك الصناعات فإن زيادة الإنتاج وبالتالي العرض لابد وأن تأتي مصحوبة بتنازلات سعرية ، وهو أمر من شأنه زيادة سرعة تدهور معدلات التبادل التجاري المرتبطة بتخفيض سعر الصرف .

ولقد لعبت جوانب الضعف المالي لوحدات قطاع الأعمال المالي وغير المالي دورا مهما في انخفاض مستويات النشاط الإنتاجي على الرغم من انخفاض سعر الصرف في دول الأزمة الآسيوية . فارتفاع نسبة المديونية لحقوق المساهمين (كوريا ، وماليزيا) ، أو زيادة

الالتزامات الخارجية المقومة بالعملات الأجنبية وتدهور أسعار الأصول (إندونيسيا وتايلاند) قد أدت إلى انهيار مفاجئ في عمليات الاقتراض والإنفاق نظرا للصعوبات التي واجهتها وحدات قطاع الأعمال نتيجة لتصاعد أعباء خدمة التزاماتها المالية الناجمة عن انهيار أسعار الأصول ، وتدهور سعر الصرف ، وارتفاع أسعار الفائدة . وقد ساعد على زيادة حدة تقلص الطلب المحلي اتجاه البنوك المحلية نحو تقييد ائتمانها كلما ترتب على زيادة نسبة الديون غير المنتظمة انخفاض معامل القاعدة الرأسمالية . كما لعبت حالة شح الائتمان دورا مهما في تقييد وعرقلة التوسع في الإنتاج في القطاعات السلعية . حيث قامت البنوك بتقييد ائتمانها الممنوح لوحدات قطاع الأعمال خوفا من زيادة نسبة الأصول غير المنتظمة في محافظها وبالتالي تآكل قاعدتها الرأسمالية .

(ب) سعر الصرف والأسعار :

القضية المطروحة هنا تتعلق بالمدى الذي يتحول به تخفيض سعر الصرف إلى زيادة في معدلات التضخم السنوية . ويبدو أننا فيما يتعلق بهذه القضية أمام أنماط مختلفة من تحول تخفيض أسعار الصرف إلى معدلات للتضخم . وبتتبع الأرقام القياسية لأسعار المستهلكين يبدو أن معدلات التضخم قد تسارعت في الأشهر الأولى من عام ١٩٩٨ ، إلا أنه على الرغم من ذلك فإن معدلات التضخم التي تحققت تبدو معقولة ومقبولة خاصة في ضوء الانهيار الحاد لأسعار صرف عملات دول الأزمة الآسيوية . وتتسم الدول الآسيوية بانفتاحها على العامل الخارجي ومن ثم استعدادها لتلقي الصدمات والمؤثرات الخارجية ، ومع ذلك فإن المعدل الذي يتم به تحويل انخفاض سعر الصرف أو الذي يتم به ترجمة انخفاض سعر الصرف إلى معدلات للتضخم يبدو معقولا للغاية حيث يتراوح هذا المعدل بين ٢٠٪ إلى ٢٥٪[٤] في كل من إندونيسيا وتايلاند وينخفض عن ذلك في كل من كوريا الجنوبية وماليزيا . هذه المعدلات المتواضعة لتحول انخفاض سعر الصرف إلى معدلات للتضخم تبدو متشابهة مع معدل التحويل في كل من السويد وإيطاليا والمملكة المتحدة وأسبانيا في أعقاب أزمة نظام سعر الصرف الأوربي عام ١٩٩٢ ، ولكنه يختلف تماما عن معدل التحويل السائد في حالة جمهورية التشيك في مايو عام ١٩٩٧ حيث بلغ هذا المعدل ١٠٠٪ ، كما يختلف عن معدل التحويل الذي

ساد في المكسيك في أثناء أزمة عام ١٩٩٥ والبالغ ٤٠٪ . وتخضع العلاقة بين تخفيض سعر الصرف ومعدلات التضخم إلى قيود عديدة في الدول الآسيوية ومنها بطبيعة الحال دول الأزمة .

ويرجع هذا الانخفاض في معدل تحويل انخفاض سعر الصرف إلى معدلات للتضخم في دول الأزمة الآسيوية إلى عدد من العوامل نذكر منها أولا : التقلص الحاد في الطلب المحلي وهو ما سبقت الإشارة إليه ، إذ لعب هذا العامل دورا مهما في تخفيف استجابة الأسعار للانهيار الحاد في أسعار الصرف ، ثانيا : وجود طاقة عاطلة في العديد من الصناعات والأنشطة جعل من تحقيق الانتعاش وزيادة الإنتاج أمرا ممكنا دون ارتفاع كبير في الأسعار ، ثالثا : عملية تصحيح أسعار العقار في أثناء الأزمة وبعدها كان شأنه التأثير في هذا الصدد تأثيرا بالغا ، رابعا : وجود عداء تقليدي للتضخم في دول آسيا نظرا لشيوع العديد من جيوب الفقر وغياب مظلات الضمان الاجتماعي ، وهو عداء يدفع بالسلطات في هذه الدول إلى اتخاذ العديد من الإجراءات لتخفيف تأثير التضخم على أوضاع محدودي الدخل مثل تعديلات عقد الأجر ليأخذ في اعتباره الارتفاع في نفقات المعيشة(٥).

وكان من نتيجة الأزمة اتخاذ عدد من الإجراءات بهدف تصحيح أوضاع سوق العمل ، وقد ساعدت هذه التصحيحات في سوق العمل على زيادة إمكانية استيعاب جزء مهم من المعدل الذي يتحول بموجبه الانخفاض في سعر الصرف إلى ارتفاع في معدلات التضخم . وفي هذا المضمار اتخذت إجراءات عديدة وسريعة بهدف ضمان مرونة سوق العمل وتلاؤمه مع الأوضاع الجديدة . إذ تم تخفيض الأجور النقدية وتوقف صرف منح نهاية العام في تلك القطاعات التي أصيبت أكثر من غيرها من جراء الأزمة . وفي بعض البلاد تم تجميد تنفيذ برنامج الحد الأدنى من الأجور . ومن الأمور التي تسترعي الانتباه في هذه الأزمة التفرقة بين سلوك كل من الرقم القياسي لأسعار المستهلك والرقم القياسي لأسعار الجملة ، فالأول يعكس أسعار السلع النهائية في حين يشير الثاني إلى تكلفة السلع التي تمثل مستلزمات الإنتاج الوسيطة . ولقد ترجم الرقم القياسي لأسعار الجملة بشكل كامل - على خلاف الرقم القياسي لأسعار المستهلك - تخفيض أسعار الصرف في الدول الآسيوية(٦).

(جـ) الرقابة على حساب رأس المال :

في أعقـاب الانهيـار المالي في آسيـا وحتى قبل ذلك حينها حـدثت الأزمـة الماليـة المكسيكية طفا على السطح موضوع الرقابة على حساب رأس المال (لميزان المدفوعات) أو الرقابـة على حركات رءوس الأموال . وفي هـذا الصدد فإن نموذج شيلي في الـرقابة على رءوس الأمـوال ونجاحهـا في تقييد تـدفق رءوس الأمـوال قصيرة الأجل يشار دائما إليـه بالبنـان . ونظرا للدور المهم الذي لعبتـه تدفقات رءوس الأموال الأجنبيـة الضخمة إلى دول الأزمة الآسيـوية في سنوات التسعينيـات الأولى بعد تحرير حسـاب رأس مالها ، في تفجير الأزمة خاصة عندما غيرت هـذه الأموال وبشكل مفاجئ اتجاهها من الحركة نحو الداخل إلى الحركة نحو الخارج ، فقد طرح موضوع فرض رقابة على حركة رءوس الأموال بمعنى أن تكون هذه الرقابة واقيـة أي تحول دون حدوث الأزمات الناشئة عن التقلبات العنيفة في رءوس الأموال قصيرة المدى واتجاه تدفقها . وفي أعقاب الانهيار المالي الآسيوي أو بمعنى أصبح بعـد انهيار سعـر الصرف وفي الشهـور الأولى للأزمـة طرح على بسـاط البحث موضوع تحرير حساب رأس المال بوصفه السبب المباشر لانفجار الأزمة وبالتالي فإن الرقـابة على حساب رأس المال سـوف تكون إجـراء علاجيا يحول دون تفـاقم الأزمة وانتشار المرض .

أما الإجـراءات الوقـائية فيرتبط بعضها بـالمناقشـات التي دارت منذ فترة حـول هذا الموضوع ، وهو مـوضوع تحرير حساب رأس المال ، وسارت المناقشـات فيه في مسارين اثنين ، الأول كان يرى أن أسواق السلع لابد مـن حمايتها وعزلها عن تقلبات وانفعالات الأسواق الماليـة (أسواق رأس المال) ، ذلك أنه كلما زاد نصيب وتحركـات رءوس الأموال قصيرة المدى أدى ذلك إلى تأثـر أسواق السلع بـاضطرابات أسـواق المال ، و حيث إن اضطرابات أسواق المال لا تعكس أو لا ترتبط بتحـركات المتغيرات الأساسية الكلية فإن إلقاء بعض حبات الرمال في العجـلات في شكل ضريبة على الصرف الأجنبي قد يكون هو العلاج الواقي ، حيث يؤدي إلى امتداد آجال الاستحقاق ونقل الاهتمام من المضاربة إلى النشاط الإنتاجـي ، وقد عـرفت هذه الضريبة بـاسم مقترحها وهـو جيمس توبن (ضريبة توبن) ، أما المسـار الثاني للمناقشة في هذا الموضوع فقـد اتجه تركيزه إلى السؤال حول : بمن نبدأ ؟ هل نبـدأ بتحرير رأس المال في ميزان المدفوعات ؟ أم نبـدأ بتحرير

الحساب الجاري لميزان المدفوعات ؟ وجاءت الإجابة واضحة وهي أن نبدأ بحساب رأس المال ؟ من يأتي أولا حرية التجارة أم حرية انتقال رءوس الأموال ؟ وهو في رأي البعض سؤال عقيم لأن كليهما ينطوي على سياسات إعادة هيكلة ، فتحرير التجارة ينطوي على إعادة هيكلة قطاعات إنتاج السلع والخدمات ، وتحرير حساب رأس المال ينطوي على إعادة هيكلة القطاع المالي ، وبما أن أية حماية أو قيود من شأنها أن تؤدي بالضرورة إلى فقد وضياع في استخدام الموارد ، فإن ذلك يعني ضرورة تحرير الحسابين في أسرع وقت ممكن . إلا أن اهتمامنا لا ينصب في الأساس على موضوع الإجراءات الواقية ، إذ سوف نشير عند الحديث عن الدروس المستفادة من الأزمة إلى أن سرعة تحرير حساب رأس المال تنطوي على مخاطر عديدة لابد من أخذها في الاعتبار.

ما يهمنا هو الإجراءات العلاجية ، وهي أيضا محل نقاش وحوار في الوقت الحالي . فالفرض هنا هو أن الأزمة قد انفجرت أي حدثت بالفعل ، ومن ثم يرى البعض أنه لمنع تعمقها واستفحالها لابد من إدخال الرقابة على حساب رأس المال ، أي على انتقال رءوس الأموال ، وبالتالي فالرقابة على حركة رءوس الأموال هنا هي رقابة لاحقة لحدوث الأزمة وليست رقابة واقية ، بمعنى آخر هي رقابة ذات طابع علاجي بهدف وقف استفحال الأزمة ، وفي هذا الصدد يرى البعض أن الإجراء السليم إنما يتمثل في وقف قابلية حساب رأس المال للتحويل . ويترتب على ذلك أن رءوس الأموال التي تم حبسها في الداخل أو التي بقيت داخل المصيدة لا تستطيع الخروج ، ولا تستطيع أن تدفع سعر الصرف إلى أسفل ، وبالتالي لا تستطيع تضخيم الأزمة ، وبالتالي تصبح هذه الأموال جزءا من الحل بدلا من أن تكون سببا في استفحال الأزمة . ويرى المعارضون لهذه السياسة أنه في بعض الأحيان قد يكون من المفيد إدخال بعض إجراءات الرقابة على حساب رأس المال ، إذ قد يترتب على ذلك تحديد ومحاصرة الأضرار الحالية ، ولكن ذلك ينطوي على نظرة سطحية للأمور ، حيث قد يتسبب عن هذا الإجراء انتقال عدوى الأزمة إلى الدول الأخرى دون أن يكون ذلك مقصودا . فالخوف من احتمال انتشار الأزمة قد يدفع المستثمرين إلى اتخاذ خطوة وقائية في كل مكان وذلك عن طريق سحب أموالهم والخروج بها بدلا من انتظار وصول أنباء سيئة ، وهو ما يترتب عليه نتائج خطيرة وسلبية . ولذا يرى أصحاب هذا الرأي أن الأفضل هو نظام رقابة وقائية على حساب رأس المال يكون من شأنه وضع حدود تدفق رأس المال ، أو على الأقل تنظيم

هيكل آجال استحقاق هذا التدفق . ومن هذا المنظور فإن الاستثمارات المباشرة لها الأولوية الأولى ، تليها السندات طويلة المدى ، مع تقييد الاقتراض قصير الأجل ، فإذا أمكن تحقيق ذلك فإنه من الصعوبة بمكان حدوث طوفان خروج رءوس الأموال ، وإذا حدث بأي حال من الأحوال فإن سعر الصرف المتغير يصبح آلية مهمة لتحقيق الاستقرار .

وقد ثار موضوع الرقابة على حساب رأس المال بحدة بعد انفجار الأزمة الآسيوية وفي أيامها الأولى ، وكانت الرؤية السائدة في ذلك الوقت أن استمرار خروج رأس المال من دول الأزمة الآسيوية سوف يحول دون إمكانية إنعاش الطلب المحلي عن طريق زيادة الإنفاق وتخفيض سعر الفائدة وبالتالي استرداد هذه الاقتصاديات لعافيتها ووضعها على طريق النمو مرة أخرى . من أجل هذا تصاعدت صيحات ضرورة إدخال إجراءات محددة لغرض تقييد ومنع خروج رأس المال إلى أن تعود الثقة مرة أخرى . وقد طرحت هذه القضية بشكل حاد في ماليزيا وطرحها بصورة خاصة رئيس مجلس وزرائها محاضر محمد ، والمشكلة أن الموضوع قد طرح من جانب رئيس الوزراء في ظل خطاب إعلامي عالي النبرة يوجه الاتهامات إلى المضاربين العالميين والمؤسسات العالمية . . إلخ ، وبالتالي تم تسييس الموضوع بدلا من أن يكون محلا لحوار موضوعي ، ذلك أن المطلوب والمطروح كان هو فرض نوع من حظر التجول على رأس المال ولفترة محدودة كجزء من استراتيجية الانتعاش الاقتصادي ، وذلك في شكل قيود مؤقتة على قدرة المستثمرين في إخراج أموالهم من دول الأزمة . وتعالت أيضا نبرات الأصوات المعارضة لهذه السياسة ، على أساس أن الرقابة على حساب رأس المال في الحدود السابقة سوف تؤدي إلى كارثة في شكل انهيار اقتصادي ، وتضخم جامح ، واتساع نطاق السوق السوداء .

إلا أن الخبرة الماليزية تشير وبشكل لا يدع مجالا للشك إلى نجاح التجربة في فرض قيود على حركة رءوس الأموال نجاحا تاما ، ولم تتحقق أي من نبوءة المعارضين لهذه السياسة . ويمكن القول إن تطبيق هذه القيود أو أشكال الرقابة المختلفة كان انتقائيا وتم بعناية شديدة ، وصاحب تطبيقها إصلاحات اقتصادية مهمة مثل إعادة هيكلة وتقوية قواعد الجهاز المصرفي ، ومع حلول صيف ١٩٩٩ ألغيت القيود على خروج الأموال ومع ذلك لم تخرج رءوس الأموال ، وتشير البيانات المتاحة إلى أن ماليزيا على

طريق الانتعاش الاقتصادي واسترداد عافيتها الاقتصادية بخطى ثابتة ، وقد أدى ذلك بالبعض إلى محاولة التعميم بضرورة فرض القيود على حساب رأس المال خلال الأزمة المالية .

وحقيقة الأمر أن هذا التعميم يحتاج إلى بعض التحفظ ، ذلك أننا أمام تجربة أخرى ناجحة دون أن تصاحبها رقابة أو قيود ما على حساب رأس المال، ألا وهي التجربة الكورية . فلا يختلف اثنان على أن انتعاش الاقتصاد الكوري قد حدث بسرعة فائقة لم يكن أحد يتوقعها ، وذلك على الرغم من عدم فرض أية قيود على حركات رءوس الأموال، وإن كانت كوريا قد انفردت دون غيرها بإعادة جدولة قروضها في الأشهر الأولى لأزمتها في نهاية عام ١٩٩٧ وبداية عام ١٩٩٨ ، ويمكن القول أيضا وبدرجة عالية من الدقة إن تايلاند على طريق الانتعاش والنمو السريع مرة أخرى، دون وجود قيود على حساب رأس المال. ومن ناحية أخرى يمكن القول إن التجربة الماليزية قد أثبتت أنه في الإمكان فرض قيود على حساب رأس المال في أثناء الأزمة المالية ، ذلك أن الرأي السائد قبل التجربة الماليزية وقبل الأزمة الآسيوية هو أن الأزمة المالية إنما تتعمق بفعل منطق دائري يدفعه الهلع والذعر المالي، وأن أقل ما يمكن القيام به هو إعادة جدولة القروض المصرفية واتخاذ بعض الإجراءات والانتظار إلى أن تعود الثقة مرة أخرى. أما البديل الآخر وهو القيود المؤقتة على خروج أو هروب رءوس الأموال ، حتى يمكن التقاط الأنفاس، فكان في عداد المستحيلات .

(د) نظام الإنذار المبكر :

ثار الاهتمام ـ في أعقاب انفجار الأزمة المالية الآسيوية في ٢ يوليو عام ١٩٩٧ حينما انهار سعر صرف البات التايلاندي ـ من جديد في موضوع أسباب ومظاهر وسمات أزمات أسعار الصرف، وما إذا كان في الإمكان الكشف عن هذه السمات مبكرا بحيث يمكن اتخاذ عدد من الإجراءات والسياسات الوقائية للحيلولة دون وقوع الأزمة أو التخفيف من حدتها . وإذا كان من الصعب، بل يكاد يكون من المستحيل ، التنبؤ بميعاد وقوع الأزمة المالية (أزمة سعر الصرف)، فإن ذلك لا يمنع من محاولة بناء نظام للإنذار المبكر أو جهاز للإنذار المبكر يستطيع عن طريق تتبع حركة وسلوك عدد من

المتغيرات المنتقاة إرسال إشارات مهمة عن احتمال حدوث الأزمة خلال فترة زمنية مستقبلية ، بمعنى أن هذه الإشارات الصادرة من النظام المبكر تشير إلى احتمال دخول دولة ما أو اقتصاد ما في طريق الأزمة المالية . ولا شك أن مثل هذا النظام للإنذار المبكر والإشارات التي يصدرها محل ترحيب كبير من جانب المستثمرين ، وصانعي السياسة والاقتصاد ، ورجال البحث العلمي .

وهناك أنواع عديدة من الدراسات في هذا الصدد انتهجت مناهج مختلفة ، هذه الدراسات هي ذات طبيعة تطبيقية حيث حاولت دراسة عدد كبير من الأزمات المالية (أزمة سعر الصرف) في حوالي ٥١ دولة خلال الفترة من ١٩٥٠ـ ١٩٩٥ . وقد تم اختيار المؤشرات في هذه الدراسات بالاستناد إلى النظريات المختلفة التي طرحت في هذا الصدد سواء تلك النظريات التي تستند إلى حركة المؤشرات الكلية الأساسية ، أو تلك التي تستند إلى توقعات المستثمرين ورد فعل أو استجابة السياسات لهذه التوقعات مما يؤدي في النهاية إلى ما يمكن تسميته بأزمة تحقق ذاتها . وقد بلغ عدد هذه المؤشرات ١٠٥ مؤشر تم تصنيفها إلى ست مجموعات مثل : (١) القطاع الخارجي (٢) القطاع المالي (٣) القطاع الحقيقي ٤) المالية العامة . . إلخ . أما مؤشرات كل قطاع أو مجموعة فتنقسم إلى مجموعات أو قطاعات فرعية ، فالقطاع الخارجي ينقسم إلى حساب رأس المال ، وهيكل المديونية الخارجية ، والحساب الجاري ، وقد قسمت كل مجموعة فرعية إلى عدد من المؤشرات ، فحساب رأس المال ينطوي على المؤشرات التالية : الاحتياطيات الدولية ، تدفقات رءوس الأموال ، تدفقات رءوس الأموال قصيرة الأجل ، الاستثمار الأجنبي المباشر ، فروق أسعار الفائدة المحلية عن الدولية . أما الحساب الجاري فيشمل سعر الصرف الحقيقي ، الميزان الجاري ، الميزان التجاري ، الصادرات ، الواردات ، معدلات التبادل ، أسعار الصادرات . . إلخ .

وفي هذا الصدد ولتوضيح ما هو المقصود بنظام الإنذار المبكر فقد اعتمدنا على دراستين من الدراسات العديدة السابقة[٧]، الأولى دراسة تمت قبل حدوث الأزمة الآسيوية (١٩٩٦) ، وهي دراسة حاولت تحليل ٧٦ أزمة مالية من عينة من الدول بلغت ١٥ دولة نامية و ٥ دول متقدمة وذلك خلال الفترة من ١٩٧٠ وحتى ١٩٩٥ ، والثانية دراسة تمت بعد الأزمة الآسيوية واستندت إلى مؤشرات ونتائج ومنهجية الدراسة

الأولى لاستخراج المؤشرات التي سوف تستند إليها وهي تلك المؤشرات التي أثبتت معنوية عالية في الدراسات السابقة ، هذه المؤشرات هي : (١)سعر الصرف الحقيقي(٢) أزمة مصرفية (٣) الصادرات (٤) أسعار الأسهم (٥) المفهوم الواسع للنقود (M2)مقسوما على الاحتياطيات الدولة ؛ (٦) الإنتاج (٧) الاحتياطيات الدولية (٨) مضاعف النقود (M2؛ (٩) الائتمان المحلي مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي (١٠) سعر الفائدة الحقيقي (١١) معدل التبادل الدولي (١٢) الفروق بين أسعار الفائدة الحقيقية (١٣) الواردات (١٤) ودائع البنوك (١٥) فائدة الإقراض مقسومة على فائدة الإيداع .

أما عن تعريف الأزمة فإن الدراسة السابقة تتبع تطور حركة هذه المتغيرات فإذا انحرف أحد هذه المتغيرات عن مستواه الطبيعي بحيث تخطت قيمته حدا فاصلا فإن ذلك يعني صدور إشارة إنذار بإمكانية حدوث الأزمة في خلال فترة معينة اتفق على أن تكون ٢٤ شهرا . وحتى يمكن أن يأخذ هذا التعريف معنى عمليا يمكن استخدامه ، فقد تم بناء رقم قياسي لتعريف الأزمة . وفي هذا الصدد عرفت الأزمة بكونها أية ضغوط يترتب عليها تخفيض سعر صرف العملة الوطنية تخفيضا حادا ، أو انخفاضا كبيرا في الاحتياطي الدولي أو الاثنين معا . وبالتالي تم بناء رقم قياسي لضغوط سوق الصرف ، ويتكون هذا الرقم القياسي من متوسط مرجح لكل من متوسط نسبة التغيرات الشهرية في سعر الصرف (العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي) ونسبة التغيرات الشهرية في الاحتياطيات الدولية (بالدولار الأمريكي) ، ويزداد الرقم القياسي كلما انخفض سعر الصرف وكلما انخفض الاحتياطي الدولي . والفترة التي يزيد فيها الرقم القياسي عن المتوسط بحوالي ثلاثة انحرافات معيارية اتفق على أن ينظر إليها بوصفها فترة أزمة .

وقد تم تتبع سلوك هذه المتغيرات في الفترات السابقة عن الأزمة وقورنت بسلوكها في فترات الهدوء أو قورنت بسلوك هذه المتغيرات في عدد من الدول لم تتعرض لأية أزمات إطلاقا . وقد تم تحديد تلك المتغيرات التي لها سلوك محدد وواضح يمكن الارتكاز إليه كمؤشر على احتمالات حدوث الأزمة في المستقبل .

أما عن الفترة التي ينتظر أن يستطيع فيها المؤشر التنبؤ باحتمال الأزمة فقد اتفق على كونها الأربع والعشرين شهرا السابقة على الأزمة . ومن المتوقع من كل مؤشر أن يصدر

إشارات محددة ، فإن أعقب صدور هذه الإشارات حدوث الأزمة كانت هذه الإشارات تمثل إنذارا صحيحـا باحتمالات الأزمة ، وإن لم يعقب صدور الإشـارات حدوث أزمة ، فإنها لا تعدو أن تكون مجرد ضوضاء أو شوشرة أو إنذار زائف . ويعتبر المؤشر قد أصدر إشارة أو إنذارا إذا انحـرف بقيمته عن قيمة معينة تمثل حدا فاصـلا لسلوك هذا المؤشر، هذه الحدود الفاصلة لقيم المؤشرات التي إذا تخطتها قيمـة المؤشر يكون بذلك قد أصدر إشارة بالإنذار المبكر «قد تم اختيارها في كل مؤشر بحيث توازن بين مخاطر الحصول على إشارات زائفة (يمكن أن تحدث إذا صدرت المؤشرات لمجـرد توافر احتمالات ولو بسيطة جدا لحدوث الأزمة) و مخاطر عدم التعرف على أزمات عديدة (وهو ما يمكن أن يحدث إذا صدر المؤشر حينما تكون الأزمة قد بدأت)» ، وبناء على هذا التعريف للحد الفاصل لقيمـة كل مـؤشر تم اختيـار منهجيـة قيـاس هذه القيمـة لكل مـؤشر. ونتـائج هـذه الدراسات مازالـت نتـائج أولية ولكنها نتائج جيدة إذا وضعناهـا في إطارها السليم وهو استحالة التنبـؤ أو تحديد ميعاد انفجار الأزمة ، وأن هذه المؤشرات هي إشـارات ضوئية حمراء لصانع السيـاسة أو للمستثمـر بأن هناك خطرا قـادما ، ولكن لا يصح الـذهاب بهذه النتائج إلى أبعد من ذلك خاصة أن هذه الدراسات مازالت في مراحلها الأولية .

(هـ) صناديق التغطية الاستثمارية :

الاصطلاح الإنجليزي لصنـاديق التغطية هو «Hedge Funds» ، والترجمة الحرفيـة لهذا المصطلح هي «صنـاديق التوقي» الاستثماريـة أو «صناديق التحـوط» الاستثمارية . وهذه الترجمة الحرفية تثير خلطا كبيرا لدى القارئ وكذلك الأمر لقراء اللغة الإنجليزية . وحقيقيـة الأمر أن هـذه تسميـة على غير مسمى ، فهـذه الصناديق لا تمت بـأية صلـة لعملية التوقي أو التحوط[٨] . فمحفظة التحـوط عبارة عن أصل مالي أو مجمـوعة من الأصـول المالية مـن شأنها أن تحمي المستثمر مـن المخاطـر المحتملـة من أصـول ماليـة أخرى ، وعقـد التحوط أو التـوقي هو عقـد مالي يهدف بـه المستثمر إلى تأمين أو تـوقي المخـاطر المحتمل وقـوعها من عقـد مالي آخـر. أما صنـاديق التغطية الاستثماريـة التي سميت خطأ بكونها صناديق التحـوط الاستثمارية فإن نشاطها الأساسي هـو المضاربة ، ودخـولها الأسـاسيـة من المضـاربـة وأحيانـا المراهنـة . ولقـد لعبت صنـاديق التغطيـة

الاستثمارية (.H.F) دورا في أزمة نظام الصرف الأوربي عام ١٩٩٢ ، وجاءت الإشارة إليها عام ١٩٩٤ في أثناء أزمة سوق السندات العالمي. ولقد أثير موضوع صناديق التغطية أو صناديق التحوط الاستثمارية مرة أخرى وبشكل مكثف في أثناء الأزمة المالية الآسيوية ، على أساس الدور الذي لعبته هذه الصناديق في انفجار الأزمة وفي تعميق حدتها. ولا يختلف أحد على أن صناديق التغطية الاستثمارية قد لعبت دورا مهما في تحريك أزمة سوق الأوراق المالية في هونج كونج في أكتوبر عام ١٩٩٧ . وكانت صناديق الاستثمار وخاصة صناديق التغطية الاستثمارية محل هجوم من رئيس وزراء ماليزيا في أثناء الأزمة وفي أيامها الأولى . وهكذا كلما اضطرب السوق المالي الدولي وتعالت معدلات سخونته وتذبذباته نظرت الحكومات وصانعو السياسة الاقتصادية إلى صناديق التغطية الاستثمارية بعين الريبة. وبعد أن انفجرت الأزمة المالية الروسية في أغسطس عام ١٩٩٨ تركزت الأنظار حول هذه الصناديق نتيجة لاختلال أوضاع بعضها نظرا لارتفاع نسبة مديونياتها مما كان يهدد السوق المالي الدولي تهديدا كبيرا في حالة ما إذا انهار أحد هذه الصناديق ولعل قصة صندوق التغطية المعروف باسم لونج تيرم كابيتال منجمنت Long Term Capital Management (LTCM)، وتدخل بنك الاحتياط الفيدرالي لتكوين حزمة إنقاذ لهذا الصندوق ما زالت عالقة في الأذهان ليومنا هذا . ولعل ذلك هو ما يدفعنا إلى إشارة بسيطة إلى هذه الصناديق وطبيعتها ، وإلى قصة انهيار صندوق (LTCM).

أطلق اصطلاح صناديق التحوط أو التوقي الاستثمارية أول ما أطلق عام ١٩٦٦ في مجلة فورتشن الأمريكية (Fortune Magazine)وذلك في وصف أول صندوق من هذا النوع نشأ عام ١٩٤٩ بواسطة ألفر ونسلي جونز عالم الاجتماع الأمريكي(٩) والأستاذ بجامعة كولومبيا ، ولقد حاول جونز الجمع بين أداتين من أدوات الاستثمار ألا وهي البيع المكشوف والاعتماد على التمويل من الخارج (سواء بالاقتراض أو باستخدام المشتقات المالية) ، أما البيع المكشوف أو اتخاذ مركز بيع مكشوف (مدين) فيتمثل في اقتراض ورقة مالية ما وبيعها مقدما على أساس توقع إمكانية إعادة شرائها بسعر منخفض في السوق وذلك سواء قبل أو حين حلول ميعاد سدادها ، أما المديونية فهي استخدام أموال مقترضة في عمليات الاستثمار ، وكل أداة منها تنطوي على مخاطر عديدة . وقد حاول جونز أن يوضح أنه يمكن التوليف بين هاتين الأداتين لتخفيف

حجم المخاطر في السوق[١٠] . وكانت وجهة نظر جونز في ذلك الوقت ترى وجود مصدرين أساسيين من المخاطر، المصدر الأول يتمثل في المخاطر الناجمة عن اختيار أسهم معينة ، أما المصدر الثاني للمخاطر فيتمثل في انخفاض أو تدهور السوق بصورة عامة . وحتى يواجه مخاطر السوق فقد لجأ إلى الاقتراض لتعظيم عائداته الناجمة عن اختياراته الخاصة بالأسهم ، فقد اتخذ مركزا دائنا (مشتريا) لتلك الأسهم التي رأى أنها أقل من قيمتها ، في حين اتخذ مركزا مدينا (بائعا) لتلك الأسهم التي اعتبر أنها أعلى من قيمتها . وهكذا نظر البعض إلى الصندوق (صندوق الاستثمار) على أنه قد أصبح متحوطا إذا كانت محفظته الاستثمارية قد وزعت بين تلك الأسهم التي سوف تجني ثمارا إذا ارتفع السوق والمركز المدين (البيع المكشوف) الذي سوف يستفيد إذا انخفض السوق (انخفضت الأسعار) . ومن هنا جاءت التسمية صناديق التحوط أو التوقي . إلا أن هذا التحوط يختلف عما نعنيه نحن من تحوط ألا وهو موازنة احتمالات الخسارة من عملية أو عقد معين من خلال عملية أو عقد آخر ، إذ لا تعدو أن تكون مضاربة حول أداء بعض الأوراق المالية بالنسبة لأداء بعض الأوراق المالية الأخرى .

وإذا كان صندوق التغطية الاستثمارية يمكن من الناحية التنظيمية أن يأخذ شكل الشركة ذات المسئولية المحدودة، إلا أن الشكل الغالب والسائد لهذا النوع من الصناديق هو شركة التوصية البسيطة (وهي شركة تنشأ بين شريك أو أكثر متضامنين وبين شريك أو أكثر موصين) ، وتنشأ هذه الشركة بهدف استثمار أموال الشركاء . ولا شك أن الإصرار على هذا الشكل القانوني لصندوق التغطية الاستثمارية هو قصرها على الأثرياء والمستثمرين المتميزين القادرين على تقييم المخاطر المرتبطة بهذا النوع من الاستثمارات . وتنشأ صناديق التغطية الاستثمارية في أغلب الأحيان باعتبارها مؤسسات غير مقيمة لاعتبارات تتعلق بالضرائب والإجراءات والقيود المختلفة الخاصة بالشركات المقيمة . وفي أغلب الأحيان لا تخضع صناديق التغطية الاستثمارية لتنظيم تشريعي معين أو محدد، فهي معفاة من عدد من مواد قانون شركات الاستثمار لعام ١٩٤٠ إذا توافرت شروط في عدد شركائها أو مستثمريها أو سماتهم . كما أنها معفاة من الإجراءات والنصوص التشريعية الخاصة بقانون الأوراق المالية لعام ١٩٣٣ لأن أوراقها المالية يتم عرضها وتداولها تداولا خاصا . ويمكن لصندوق التغطية الاستثماري أن يحتوي على مائة شريك أو مائة مستثمر طالما توافر لكل منهم صفة «المشتري المؤهل» ، وهو

المستثمر الذي يستثمر ما لا يقل عن ٥ مليون دولار أو يدير استثمارات لا تقل عن ٥ مليون دولار .

وصناديق التغطية الاستثمارية بوصفها آلية مهمة للمضاربة الاستثمارية ، سواء للمستثمرين ذوي الثراء المرتفع أو للمؤسسات الاستثمارية تتمتع بحرية كبيرة للغاية في حيازة أو تداول أية أداة مالية ترغب فيها ، ولها أن تتبنى أي استراتيجية للتداول أو للاستثمار حسبما ترى ذلك مناسبا . وحقيقة الأمر أن الحرية الحقيقية التي تتمتع بها صناديق التغطية الاستثمارية مقارنة بالشركات الاستثمارية الخاضعة لتنظيمات تشريعية مختلفة مثل الصناديق المشتركة وغيرها إنما تتمثل في غياب أية قيود عليها سواء في مجال الاقتراض وبالتالي المديونية أو البيع المكشوف ، كما أنها حرة في أن تتعامل بأي أداة من أدوات المشتقات المالية . وتفرض صناديق التغطية قيودا عديدة على مستثمريها في سحب أموالهم ، كما تفرض تلك الصناديق رسوما مرتفعة للغاية مقارنة بالصناديق الأخرى ، ولا يرجع الفرق إلى رسوم الإدارة أو تكاليف السمسرة والتداول التي تواجهها كافة الصناديق ، ولكن يرجع الفرق إلى مكافأة مدير الصندوق أو مديري الصندوق التي تتمثل بجانب مرتبه في نسبة حوافز تصل من ١٥٪ إلى ٢٥٪ من صافي الأرباح الجديدة (حينما يزيد العائد عن عائد معين يتم الاتفاق عليه) ، كما أن المدير الذي يحقق خسارة عليه تعويض هذه الخسارة قبل الحصول على الحافز .

وقد حققت صناديق التغطية الاستثمارية نموا كبيرا خلال السنوات ١٩٦٦-١٩٦٨ في ظل ارتفاع سوق الأسهم ، وتشير البيانات المتاحة في تلك الفترة إلى أنه في عام ١٩٦٨ بلغ عدد الصناديق التي تأخذ شكل التوصية البسيطة ٢١٥ صندوقا استثماريا منها حوالي ١٤٠ صندوقا يمكن تصنيفها باعتبارها صندوقا للتغطية الاستثمارية ، ولقد أدى تدهور السوق في عام ١٩٦٨ إلى خروج عدد كبير من هذه الصناديق من حلبة النشاط . وقد عادت صناديق التغطية الاستثمارية للازدهار مرة أخرى خلال الثمانينيات في ظل موجة التحرير المالي وفك قيود الإجراءات والتشريعات المنظمة لأسواق المال . وأصبحت صناديق التغطية الاستثمارية هي النموذج أو هي «المودة» ابتداء من عام ١٩٨٦ حيث امتلأت الصحف المالية في ذلك العام بالكتابة حول النتائج الباهرة التي حققها كل من صندوق تيجر Tiger Fund وصندوق جاكوار Jaguar Fund.

ويشير العديد من المصادر والدراسات إلى أن صناديق التغطية الاستثمارية تدير الآن ما يقرب من ٢٠٠ بليون دولار من رءوس أموال العملاء ، وهو رقم يمكن أن يكون قد تضاعف في الفترة ما بين عام ١٩٩٧ ومنتصف عام ١٩٩٨ ، ويشير البعض إلى أن صناديق التغطية الاستثمارية يمكن أن يكون عددها تخطى ٣٠٠٠ صندوق ، مقارنة بعدد صناديق تقل عن ١٠٠٠ عام ١٩٩٢ . أما أموال العملاء التي تديرها والبالغة ٢٠٠ بليون دولار أمريكي فهي تأتي في المرتبة الثانية بعد الأموال التي تديرها الصناديق المشتركة والبالغة ترليون دولار أمريكي. وتشير مصادر أخرى متعلقة فقط بصناديق التغطية الاستثمارية الكبيرة إلى أن عدد هذه الصناديق بلغ ١٣٠٠ صندوق وذلك في نوفمبر عام ١٩٩٨ وهي تدير ثلثي أموال العملاء التي تديرها صناديق التغطية الاستثمارية ، ويبلغ متوسط حجم الصندوق طبقا لهذه البيانات ٩٢ بليون دولار أمريكي. وخلال الفترة من عام ١٩٨٩ وحتى نهاية عام ١٩٩٦ تم تشكيل حوالي ١٣٠٨ صندوق تغطية استثماري جديد اختفى منها حوالي نسبة ٣٦,٧٪ وهي نسبة عالية للغاية . ويمكن القول إن هناك عاملين ساعدا على نمو وانتعاش حركة صناديق التغطية الاستثمارية ، الأول هو زيادة عدد المستثمرين الراغبين في الاستثمار في مثل هذه الصناديق، بمعنى آخر زيادة عدد الأثرياء في العالم (الذين يمثلون ٨٠٪ من عملاء هذه الصناديق) ، فقد نما عدد هؤلاء في العقد الأخير من هذا القرن . فتشير التقديرات إلى أنه يوجد الآن في العالم حوالي ٦ ملايين مليونير يحوزون أصولا قيمتها ١٧ ترليون دولار أمريكي. أما السبب الثاني فهو الأداء المتميز لصناديق التغطية الاستثمارية ، فهي لا تتميز فقط بارتفاع العائد السنوي على الأموال المستثمرة ولكن بعدم وجود ارتباط بين معدل العائد في هذه الصناديق ومعدل العائد على الأسهم أو السندات ، وقد بلغ متوسط العائد السنوي لصناديق التغطية الاستثمارية خلال الفترة من عام ١٩٨٩ وحتى عام ١٩٩٨ ما بين ١٤,٢٪ و ١٨,٣٪ ، وهو عائد مرتفع إذا وضعنا في الاعتبار حجم الخسارة التي تحققت عام ١٩٩٨ بعد الأزمة الروسية .

ماذا عن الصندوق المعروف باسم لونج تيرم كابيتال منجمنت (LTCM) صاحب القصة الشهيرة ـ والذي كاد يترتب على انهياره تصدع الأسواق المالية العالمية مما اضطر بنك الاحتياط الفيدرالي إلى التدخل ـ فقد تأسس عام ١٩٩٤ برأسمال قدره ١,٣ بليون دولار أمريكي منها ما يزيد على ١٠٠ مليون دولار أمريكي هي مساهمة الشركاء

ويتطلب الصندوق حدا أدنى من الاستثمار يبلغ ١٠ ملايين دولار أمريكي مع اشتراط عدم سحب الأموال قبل مرور ثلاث سنوات . وتتمثل أتعاب الصندوق أو مصاريفه في نسبة ٢٪ على إجمالي الأصول بجانب ٢٥٪ من الأرباح الجديدة . ويبلغ متوسط العائد على الاستثمار في الصندوق ٩, ١٩٪ عام ١٩٩٤ و ٨, ٤٢٪ عام ١٩٩٥ و ٨, ٤٠٪ عام ١٩٩٦ ، في حين انخفض العائد إلى ١, ١٧٪ عام ١٩٩٧ . وقد قفزت حقوق المساهمين حتى وصلت عام ١٩٩٧ إلى ٧ بلايين دولار أمريكي . وقد أعاد الصندوق إلى مستثمريه ما يقرب من ٧, ٢ بليون دولار أمريكي على أساس ضيق فرص الاستثمار المتاحة بحيث تبقى من حقوق المساهمين حوالي ٨, ٤٪ بليون دولار أمريكي في بداية عام ١٩٩٨[١١].

ويقوم صندوق (LTCM) بعدد من الأنشطة منها ما جرى العرف على تسميته «التحكيم المحايد في السوق» أو «تحكيم السوق المحايد» ، حيث يأخذ مركزا دائنا (مشتريا) في السندات التي تبدو أو التي يعتبرها أقل من قيمتها الحقيقية ، في حين يأخذ مركزا مدينا مكشوفا (بائعا) في تلك السندات التي يرى أنها أعلى من قيمتها . وبشكل أدق يمكن القول إن الصندوق كان يشتري (أو يدخل في عقود مشتقات مالية من شأنها تكرار الشراء) تلك السندات ذات العائد المرتفع ، منخفضة السيولة ، مثل السندات التي تصدرها الاقتصادات الناشئة أو سندات ـ الخردة التي تصدرها الشركات الأمريكية غير الواردة في قائمة التمايز أو الامتياز لبيوت الجدارة الائتمانية العالمية ، ويقوم الصندوق بالبيع المكشوف ـ المدين (أو يدخل في عقود مشتقات مالية من شأنها تكرار عمليات البيع) في تلك السندات ذات العائد المنخفض ، مرتفعة السيولة ، مثل سندات الحكومة الأمريكية . وكانت رؤية إدارة الصندوق وقناعتها أن الفروق بين أسعار الفائدة على السندات عالية المخاطر والأخرى ذات المخاطر المنخفضة (أي بين الفائدة على السندات منخفضة السيولة والأخرى عالية السيولة[١٢]) في نهاية عام ١٩٩٧ وبداية عام ١٩٩٨ نتيجة لانهيار أسواق دول آسيا كانت كبيرة أكثر من اللازم ، فقد وصل هذا الفرق بين سندات الخزينة الأمريكية وسندات الدول النامية أو سندات بعض الشركات الأمريكية حوالي ٤٪ ، كذلك كانت ترى إدارة الصندوق ـ وهذا هو الأهم ـ أن هذا الفرق بين أسعار الفوائد سوف يتجه نحو الضيق حينما يبدأ المستثمرون في إعادة تقييم المخاطر ، هذه الرؤية هي التي حكمت سياستها الاستثمارية

والمضاربية ، أي أن الصندوق راهن على أن الفجـوة بين أسعار الفوائد على النوعين من السندات سوف تضيق .

ويترتب على ما سبق أن الصندوق سـوف يحقق أرباحا طائلـة إذا حدث أن ضاقت الفجوة بين أسعار الفـوائد نتيجة لحجم الأموال المستثمرة التي حصل عليهـا من خلال الاقتراض . ذلك أن صنـدوق (LTCM) خلافا للعديـد من الصناديق الأخرى ترتفع نسبة مديونيته ارتفاعا شديدا . فبينما بلغت حقوق المساهمين ٨ , ٤ بليون دولار أمريكي في بداية عام ١٩٩٨ وصل حجم اقتراض الصنـدوق من البنوك وبيـوت الأوراق المالية حوالي ١٥٠ بليون دولار أمريكي ، أي أن نسبة المديـونية قد بلغت٢٠ : ١ ، وهي نسبة عاليـة بكافـة المقاييس والمعايير . وتشير بعض الـدراسات إلى أن حـوالي ثلث صناديق التغطية لا تقترض نهائيـا ، أما الصنـاديق التي تلجأ لـلاقتراض فحوالي ٥٤٪ منها لا يتعدى اقتراضـه حجم رأس مال الشركاء ، أما الصنـاديق التي ترتفع حجم مديـونياتها فإنها في أسوأ الأحوال لا تتعدى نسبة المديونية فيها ١٠ : ١ .

ولا شك أن حجم الأرباح والخسائر التي سوف يحققها صندوق التغطية الاستثماري (LTCM) إذا تغيرت الفروق بين أسعار الفائدة هو من الضخامة بمكان نظرا لضخامة حجم عقـود المشتقـات الماليـة التي في حـوزتـه . فعلى سبيل المثـال دخل صنـدوق (LTCM) في نوع من عقـود المقايضـة هو عقود «مقـايضة أسعـار الفوائد» التي وافقت بموجبها على القيام بمدفوعات دوريـة (ربع سنوية أو نصف سنوية) إلى الطرف الآخر في العقد (أي الطرف الآخـر في عقد المقايضة) في حالـة ما إذا زادت أو اتسعت الفروق بين أسعـار الفوائد على الأدوات الماليـة (كالسنـدات) المستندة إلى سعـر الفائدة ليبـور وأسعار الفـائدة على السندات الحكـومية ، وسوف تحصل على مـدفوعـات من الطرف الآخر في العقد إذا ضاقت الفروق بين أسعار الفائدة على السندات[١٣] سالفة الذكر . هذه المدفوعات الدورية التي تتم طبقا لعقد المقايضة ، كما هو الحال في عقود المشتقات المالية الأخـرى ، إنما تتوقف على قيمة عقد المقـايضة ، أي حجم عقد المقـايضة . فإذا شاء طرفا العقد أن تكون المدفوعـات الدورية كبيرة في حالة أي تغير ولو صغير في فروق أسعار الفـوائد فإن ذلك يتحقق عن طريق زيـادة قيمة العقد أي زيـادة حجم الأموال الداخلة في العقد ، كأن يوضع للعقد قيمة ١٠٠ مليون دولار أمريكي . ومن السمات

المميزة لعقود مقايضة أسعار الفوائد أنها لا تتطلب ضرورة حيازة أو دفع أية نقود في حالة بيع أو شراء أوراق مالية في السوق الفوري . وهكذا بلغت قيمة عقود المشتقات المالية لصندوق الاستثمار (LTCM) ما يربو على ترليون دولار أمريكي في أوائل عام ١٩٩٨ ، منها ٦٩٧ بليون دولار أمريكي في عقود المقايضة و ٤٧١ بليون دولار أمريكي في عقود مستقبلية في مجال تداول النقد الأجنبي . ونتيجة كل ما سبق من ترتيبات هي أن الصندوق سوف يحقق أرباحا طائلة إذا ما ضاقت الفجوة بين أسعار الفوائد وسوف يحقق خسارة ـ قد تذهب برأسماله ـ إذا اتسعت الفروق بين أسعار الفوائد . ولعل ميزة عقود المقايضة هي أنه إذا تحركت فروق أسعار الفائدة في صالحك فإنك تستطيع تحقيق أرباح طائلة دون أي التزام بدفع نقدي على الإطلاق ، بمعنى أن قدرتك على تمويل عقود المقايضة لا نهائية ، أما إذا تحركت فروق أسعار الفائدة في غير صالحك فإن معنى ذلك خسارة ضخمة جدا ، ولكن عليك تقديم ضمانات كبيرة في هذه الحالة .

دعنا نسوق مثالا آخر يوضح ترتيبات صندوق التغطية الاستثمارية (LTCM) التي سبق شرحها . افترض أن سعر الفائدة على بعض سندات الدول النامية الناشئة وذات أجل استحقاق مدته ٥ سنوات تزيد بنسبة ٣٪ عن سعر الفائدة على سندات الخزانة الأمريكية نتيجة لارتفاع مخاطرها . لقد كانت قناعة الصندوق أن هذا الفرق حتى لو اتسع عن مستوى نسبة ٣٪ فإنه سوف يتجه نحو الانخفاض مرة أخرى . هذا كان رهان الصندوق ، ولتعظيم العائد من هذا الرهان فقد استخدم الصندوق عقود المشتقات المالية (عقود المقايضة) لتعظيم حجم عملياته وبالتالي تعظيم العائد من هذا الرهان .

ولكن في أعقاب الأزمة المالية الآسيوية انتشر الخوف من إمكان انتقال الأزمة إلى بلدان أخرى غير بلدان الأزمة الآسيوية ، وهكذا بدأت بيوت الأوراق المالية والبنوك وصناديق الاستثمار التخلص مما في حوزتها من سندات عالية المخاطر قليلة السيولة ، بحيث يمكن القول إن سوق هذا النوع من السندات كاد أن يختفي حيث غاب المشترون وارتفعت أسعار الفائدة على هذا النوع من السندات ارتفاعا رهيبا . وجاءت الطامة الكبرى حين قامت روسيا بتخفيض سعر صرف الروبل في ١٧ أغسطس عام ١٩٩٨ ، وأعلنت عن توقف دفع الالتزامات الخاصة بالدين العام . وخوفا من تداعيات الموقف حدث ما يمكن تسميته «بالنزوح إلى الأمان» وبدأت شركات وصناديق الاستثمار والبنوك

وبيـوت الأوراق المالية التخلص مما في حوزتها من سنـدات عـالية المخـاطر منخفضـة السيولة متجهة نحو السندات عالية السيولة منخفضة المخاطر ، وهكذا في ١٠ سبتمبر عام ١٩٩٨ وصل الفرق بين أسعار الفائدة على أوراق الدين للدول الناشئة (السندات) وما يماثلها من سنـدات الخزينة الأمريكية إلى مـا يزيد على ١٧٪ ، وذلك مقارنة بفرق نسبته ٦٪ في يوليو عام ١٩٩٨ ، وفرق نسبته ٣,٣٪ في أكتوبر عام ١٩٩٧ . كذلك ارتفعت أسعار الفائدة على السندات المصنفة بمرتبة B إلى ١١٪ في الولايات المتحدة ، وهي تمثل فرقـا نسبته ٧,٥٪ عن سعر فـوائد سندات الشركات الأمريكيـة ذات المرتبة الأولى ، مقارنـة بفارق نسبته ٢٪ قبل الأحداث . هذا الاتساع في فـروق أسعار الفوائد على هـذين النوعين مـن الأدوات المالية (عـالي المخـاطر منخفض السيـولـة ومنخفض المخاطر عالي السيـولة) خلق موجة عارمة من الهروب نحو المخاطـر المنخفضة والسيولة المرتفعة وهو عكس مـا توقعه صندوق (LTCM)، وهكـذا في منتصف سبتمبر عـام ١٩٩٨ انخفضت حقـوق المساهمين في الصنـدوق من ٤,٦٪ بليون دولار أمـريكي إلى ٦٠٠ مليون دولار أمريكي ، أي خسارة قدرها ٤ بلايين دولار أمريكي . ونظرا لمديونية الصندوق العاليـة للبنوك وبيوت الأوراق المالية وخـوفا من أن يؤثر إفـلاسه على السوق المالي تأثيرا خطيرا ، فقد تدخل بنك الاحتياط الفيدرالي لتكوين حزمة إنقاذ قدرها ٣,٦ بليون دولار للحيلولة دون انهيار الصندوق وتبعات هذا الانهيار .

(و) شح الائتمان :

ثار موضوع شح الائتمان في مناسبات عديدة ولو بطريقة عابرة ولكنه طرح وبشدة في أثناء الأزمة الآسيويـة ، كما طرح في الولايات المتحدة في بدايـة التسعينيات و في أعقاب الأزمة الـروسية بحدة شـديدة ، وقد أثـار طرح هذا الموضـوع ذعرا شديـدا في الأسواق المالية، اضطر معهـا بنك الاحتياط الفيدرالي إلى التدخل لإشـاعة الاطمئنان والهدوء في الأسواق المالية .

ويمكن تعريف شح الائتمان «Credit Crunch» بأنه صعوبة حادة في الحصول على الائتمان ، بمعنى أن المقترضين ذوي الجدارة الائتمانية العـالية قد جـرى استبعادهم من السوق عن طريق زيادة تكلفة الاقتراض، أو لم يستطيعوا الحصول على الائتمان عند أي مستوى من مستويات الأسعار(١٤) . ويمكـن القول إن هناك نوعين من شح الائتمان .

(أ) شح الائتمان المصرفي : وذلك حينما يجف عرض الائتمان الذي توفره البنوك .

(ب) شح أسواق رأس المال : وذلك حينما تتوقف السوق الأولى لأدوات الدين الجديدة .

ولا شك في أن موضوع شح الائتمان كما طرح في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٩٨ كان ظاهرة متعلقة بسوق رأس المال ، ولم يكن ظاهرة مصرفية . فعلى الرغم من ارتفاع مخصصات القروض المقدمة إلى الاقتصاديات الناشئة ، وعلى الرغم من كبر حجم الخسارة في النشاط الاستثماري الذاتي لحساب البنوك ، وكذلك الخسارة المتولدة عن إقراض المارجن للمستثمرين ، فلا يوجد أي دليل على أن خطوط الائتمان الممنوحة لوحدات قطاع الأعمال الأمريكي قد تراجعت أو في طريقها نحو الانخفاض . إذ يختلف الهيكل التمويلي لوحدات قطاع الأعمال الأمريكي عن هيكل مثيلاتها في كل من أوربا واليابان ، إذ تعتمد وحدات قطاع الأعمال الأمريكية على تمويلها عن طريق طرح أدوات الدين في أسواق رأس المال في حين يبدو اعتمادها قليلا على الائتمان المصرفي وذلك بعكس وحدات قطاع الأعمال الأوربية واليابانية .

وينمو شح الائتمان المصرفي ببطء شديد ويختفي ببطء شديد أيضا ، إذ سوف تتوقف أو تنخفض خطوط الائتمان عند حلول آجال استحقاق القروض ، وتعاد هذه الخطوط مرة أخرى حينما يستعيد البنك ربحيته . أما شح سوق رأس المال فسوف يتطور بسرعة حيث يصعب على المقترضين الحصول على الأموال اللازمة نظرا لتوقف الإصدارات الجديدة كلية . وسوف يعجز المدينون عن مد آجال قروضهم عند حلول آجال استحقاقها . وتهدف سياسة بنك الاحتياط الفيدرالي إلى إعادة افتتاح أو إعادة تنشيط أسواق رأس المال عن طريق زيادة عرض السيولة أي زيادة ضخ السيولة ، وسوف يتم تخفيض أسعار الفائدة بمعدلات سريعة نسبيا . وهذا ما فعله بنك الاحتياط الفيدرالي في الربع الأخير من عام ١٩٩٨ حيث قام بتخفيض أسعار الفائدة الأساسية ثلاث مرات في مدى زمني مدته شهران ، وبلغ التخفيض كل مرة ٢٥ نقطة أساسية .

ويمكن أن يشار هنا إلى ظاهرة شح الائتمان الذي ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة من عام ١٩٩٠ وحتى عام ١٩٩٢ ، حيث انخفض حجم

الائتمان الممنوح إلى المؤسسات غير المالية الأمريكية من متوسط سنوي قدره ٥٠٠ بليون دولار أمريكي عام ١٩٨٨ ـ ١٩٨٩ إلى متوسط سنوي قدره ٨٠ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩١ . إلا أن هذا الشح كـان شحا مصرفيا ولم يكن شحا نابعـا من أسواق رأس المال ، حيث أصبح الإقـراض المصرفي ســالبـا في عـام ١٩٩١ ولم يتحـول إلى الاتجاه الموجب إلا عام ١٩٩٤ . ولكن ظلت أسواق رأس المال مفتوحـة ونشطة حيث قدمت خلال تلك الفترة إلى الشركات الأمريكية تدفقات نقدية جديدة ، وبالتالي يجب وصف الفترة الواقعة بين عام ١٩٩٠ و عام ١٩٩٢ بأنها فترة شح ائتمان مصرفي .

أما الموقف الـذي ساد عام ١٩٩٨ فيختلف تماما عن أزمة ١٩٩٠ـ١٩٩٢ حيث ترتفع نسبـة الاعتماد على تمويل كل من البنوك وأسـواق رأس المال ، وبالتـالي فإن الآثار الضـارة النـاجمة عن وقف كل منهما تبـدو كبيرة للغـاية . أمـا وجـه الخلاف هـذه المرة (١٩٩٨) فهـو أن سوق أدوات الـدين للشركات الأمـريكيـة يكاد يكـون قد تـوقف في سبتمبر عام ١٩٩٨ ، وفي ذات الـوقت تصـاعدت الضغـوط على البنـوك بشكل غير مباشر نظـرا للخسارة الناجمة عن تـدهور واضطـراب الأسواق الناشئـة في كل من آسيا وروسيا وأمريكا اللاتينية . وبالتالي كان هناك تهديد بأن يتزامن توقف أسواق رأس المال مع تصاعد الضغوط على البنوك مما قد يضطـرها إلى تقييد ائتمانها الممنوح ، وهو ما يولد مخاطر احتمال دخول الاقتصـاد الأمريكي في غياهب انكماش عميق . ولكن ردة الفعل السريعـة لبنك الاحتياط الفيـدرالي في التدخل كـانت من الكفـاءة بحيث ترتب عليهـا إعادة افتتـاح وتنشيط سوق رأس المال والحيلـولة دون أي احتمال لحدوث انهيـار مالي ، وتؤكد الدلائل أن أي احتمال للتدهور في المستقبل يكون ناجما عن المشكلات المتولدة في الأسـواق الأجنبيـة فسوف تـواجـه بسيـاسـة نقـدية سهلـة من جـانب بنك الاحتيـاط الفيدرالي .

ونظرا لعدم تطور أسـواق رأس المال في اقتصاديات آسيا الناشئة خـاصة دول الأزمة بالقـدر الذي يسمح بالقـول بوجود أسـواق كفء لرأس المال في هذه الـدول ، ونتيجة لاعتماد وحـدات قطاع الأعمال في اقتصـاديات آسيـا الناشئـة على التمويل من خـلال الائتمان المصرفي ، فإن شح الائتمان الذي ساد نتيجة لانفجار الأزمة كان شحا مصرفيا ؛ إذ ترتب على انهيار أسواق الأصول وارتفاع أسعـار الفائدة وتدهور سعر الصرف إخلال

العديد من وحدات قطاع الأعمال بالتزاماتها المالية تجاه البنوك مما أدى إلى زيادة حجم ونسبة الأصول المتعثرة في محافظ البنوك الائتمانية وهو ما يؤثر في ربحيتها ، وتآكل قاعدتها الرأسمالية يهدد تقييم بيوت ترتيب الجدارة الائتمانية العالمية لها ومنح خطوط الائتمان لها من البنوك العالمية . وهكذا أحجمت البنوك عن منح ائتمان جديد حتى للشركات ذات البيانات المالية السليمة نظرا لعدم قدرة هذه الشركات على سداد التزاماتها القديمة كلية ، ولم تكن هذه الشركات قادرة على الوفاء بالتزاماتها في ظل الأعباء الجديدة ما لم تحصل على ائتمان جديد يمكنها من تشغيل طاقاتها الإنتاجية وبالتالي زيادة تدفقاتها النقدية لتتمكن من الوفاء بالتزاماتها ، والغريب أن بعض الشركات التصديرية وقعت فريسة هذه الحلقة المفرغة .

(ز) الدروس المستفادة من الأزمة :

لا ينطوي هذا الجزء على بعض النصائح التقديرية من قبيل «اغسل يديك قبل الأكل وبعده» أو توصية بسياسة معينة ولكنه في واقع الحال لا يعدو أن يكون مجرد تعميمات بحقائق تمثل دروسا مستفادة من الأزمة . ويمكن تلخيص هذه الدروس المستفادة فيما يلي :

١ ـ يتسم عالم اليوم الذي تتكامل فيه أسواق المال العالمية وتسود العولمة النشاط المالي بالحركة السريعة لرءوس الأموال عبر الحدود وخاصة رءوس الأموال قصيرة الأجل ، وما يهمنا هنا هو أن هذه الأموال بحكم طبيعتها ونمط استثمارها تغير من اتجاه حركتها بسرعة فائقة ، ويمثل هذا التغير في اتجاه حركة رءوس الأموال السبب الرئيسي في اندلاع الأزمة المالية . فرءوس الأموال التي اتجهت إلى الدول الآسيوية خلال الفترة من ١٩٩٠ـ١٩٩٦ غيرت من اتجاهها عام ١٩٩٧ وخاصة في النصف الثاني منه ، وبلغ حجم هذه الأموال التي غيرت اتجاهها حوالي ١٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي ـ لدول الأزمة الآسيوية مجتمعة ـ قبل انفجار الأزمة . ولو تصورنا أن ١٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية قد قرر الخروج والهروب من الولايات المتحدة فإن وقع هذا الخروج سوف يكون مدمرا على الاقتصاد الأمريكي ، فلنتصور خروج ما مقداره ٦٩٩ بليون دولار أمريكي من الولايات

المتحدة في عـام واحد حتى يمكن لنا أن نتصـور حجم الأزمة التي يمكن أن تنجم عن ذلك .

٢ ـ كان التصور السائد ـ وهو تصور أيده العـديد من الكتابات ـ أن الأزمة انفجرت في القطـاع المالي وترتبط بـالمؤشرات المالية وأن الاقتصـاد الحقيقي سليم تماما وحركـة مؤشراته لم يصبها أي شيء، وأن الأزمة سوف تظل محصورة داخل القطاع المالي، أما القطاع الحقيقي فهو بخير. وقـد ثبت زيف هذه الحجة وتلك الفرضيـة، فالارتباط المتبادل بين النشـاط المالي والنشاط الحقيقي ارتبـاط قوي كان مـن شأنه أن انتقلت الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي وبصورة سريعـة وحاسمة وأدت إلى تراجع بل وتقلص شديـد في النشاط الاقتصادي غير مسبوق. لقـد كان تأثير الأزمة الماليـة على الثروة وحقوق الملكيـة عنيفا مما ترتب عليـه إفلاس العديد من وحـدات قطاع الأعمال في أيام قليلـة ، وهو أمر كان لـه تأثيره أيضا على القطاع المصرفي. فالأزمـة المالية أدى غبـارها إلى التأثير على القطـاع الحقيقي، وتراجع القطـاع الحقيقي أدى إلى تعميق الأزمة المالية من خلال تأثيره على القطاع المصرفي .

٣ ـ الفـرضيـة الخاصة بأن الأزمـة الماليـة الخاصـة بأزمـة سعر الصرف أو أزمـة ميـزان المدفوعات كما يرى البعض تسميتها لابد وأن تـأتي مسبوقة باختلال في التوازن المالي العام، أي عجز المالية العامة، أمر ثبت عدم صحته. فالقراءة الصحيحة للتاريخ المالي تشير إلى أن العديـد من الدول التي انهار فيها سعر الصرف لم يكن فيهـا عجزا ماليا أصـلا أو عجزا ماليا كبيرا ، مثـل أزمة شيلي عام ١٩٨٢ وأزمة المكسيك عام ١٩٩٤، وأهم من هـذا وذاك أن دول الأزمة الآسيـويـة كـانت تتسم بغياب عجـز المالية العـامة وفي بعض الحالات كان هناك فـائض في الموازنة العامـة قبل الأزمة .
العجز المالي (عجـز المالية العامـة) يعقد الموضوع ذلك أنـه في حالة وجـود عجز في المالية العـامة فإن الحكـومة سـوف تكون مضطـرة إما لـزيادة الإصـدار النقدي أو جذب رءوس الأموال الأجنبية عن طريق رفع سعر الفائدة لإغلاق الفجوة في المالية العـامة . وقـد ثبت أن هـذه الحلول ذات الطبيعـة قصيرة المدى لن تفلح في المدى الطويل، فإمـا أن تتآكل احتياطيـات النقد الأجنبي أو أن رفع سعر الفـائدة سوف يؤدي إلى إبطاء حركـة النشاط الاقتصادي وتراجعها مما يترتب عليـه إفلاس العديد

من وحدات قطاع الأعمال . وإذا وقر في الضمير العام للمستثمرين أن هذه السياسة لن يكتب لها الاستمرار فإن ذلك سوف يدفع الأموال إلى التوجه نحو الخارج وهو ما يترتب عليه تعمق الأزمة .

٤ ـ انهيار الثقة لا يظهر تدريجيا ولكنه يحدث بشكل مفاجئ، إذ لو كان انهيار الثقة تدريجيا ومتصاعدا لاستطعنا مواجهته وإيقاف نموه ، ولكن مشكلة انهيار الثقة هو طبيعتها الفجائية . هذه الطفرة الكيفية في الثقة (ثقة المستثمرين) لا تنبع من لا شيء أو تأتي من لا مكان ، إذ لابد وأن تكون نتاجا لتراكمات كمية سابقة دفعت إلى هذه الطفرة الكيفية حينما نضجت . والمهم أن نتساءل عن أهم المؤشرات المؤثرة في حركة ثقة المستثمرين؟ ولقد اختلفت الآراء كثيرا في هذا الصدد ، ولكن يمكن القول وبدرجة عالية من الثقة أن هناك شبه إجماع على أن العامل الحاسم في تغير ثقة المستثمرين وفي تفجر ما يمكن تسميته بالهلع أو الذعر المالي إنما يتمثل في نسبة الالتزامات قصيرة المدى بالعملة الأجنبية إلى الأصول قصيرة المدى بالعملة الأجنبية، وعلى الرغم من الإشارة إلى أسباب عديدة مثل الفساد وتدني مستوى المؤشرات الأساسية الأخرى ، فإننا ما زلنا على يقين أن هذا المعامل أو المؤشر وهو نسبة الالتزامات قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية إلى الأصول قصيرة المدى بالعملة الأجنبية هو المعامل الحاسم . ويكفي للتأكيد على ذلك أن هناك دولا كثيرة يسودها الفساد ويتدنى فيها مستوى المؤشرات الأساسية ومع ذلك لم تحدث فيها الأزمة لسبب بسيط وهو أن نسبة الالتزامات قصيرة المدى بالعملة الأجنبية إلى الأصول قصيرة المدى بالعملة الأجنبية منخفضة للغاية ، ولم تحدث الأزمة في دولة تنخفض بها هذه النسبة على الإطلاق .

٥ ـ يترتب على ما سبق أن استخدام احتياطي الدولة الرسمي من النقد الأجنبي للدفاع عن سعر الصرف (في ظل نظام سعر الصرف الثابت) في حالة تصاعد الضغوط عليه ـ نتيجة للقناعة بأنه سعر صرف مغالى فيه ـ أمر ينطوي على مخاطر كبيرة . إذ سوف يترتب على ذلك تآكل احتياطي النقد الأجنبي دون إمكانية الحفاظ على سعر الصرف الثابت ، وتآكل احتياطي النقد الأجنبي من ناحية أخرى يضعف من إمكانية الدفاع عن سعر الصرف ويدفع المستثمرين تحت تأثير الهلع المالي وغريزة

القطيع إلى التخلص من الأصول التي في حوزتهم والخروج سريعا ، وهو ما يؤدي إلى تزايد الضغوط على سعر الصرف . وبالتالي علينا أن نؤكد أن الذعر أو الهلع الذي يصيب المستثمرين سوف يكون هو الآخر سببا في تآكل الاحتياطي الرسمي من النقد الأجنبي ويجعل الاقتصاد أكثر ضعفا أمام ضغوط تخفيض سعر الصرف .

٦ ـ تؤكد تجربة الأزمة الآسيوية أن التحرير المالي السريع الذي بدأ تطبيقه في دول الأزمة في السنوات الأخيرة من الثمانينيات والسنوات الأولى من التسعينيات كان عاملا حاسما في التمهيد للأزمة وتحقق أسبابها . ولقد ترتب على التحرير المالي التوسع السريع للقطاع المالي وتوسع الإقراض الأجنبي ، ولا غضاضة البتة في تحرير التجارة وفي بعض أنظمة الاستثمار مثل إزاحة القيود على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر طويل المدى . ولكن المشكلة تنبع من الإسراع في تحرير حساب رأس المال بالكامل . إذ تشير التجربة الآسيوية إلى أن قدرة الحكومة على الرقابة وإدارة هذا التحرير المالي لم تنم بذات سرعة عملية التحرير المالي ذلك أن تحرير حساب رأس المال يجب أن يتم على جرعات يفصلها عن بعض فجوة زمنية حتى يمكن استيعاب كل جرعة منها . ولابد عند كل جرعة من جرعات التحرير خلق أدوات الرقابة التي تضمن عدم انفلاتها . فتشير التجربة الآسيوية إلى أن تحرير حساب رأس المال قد تم دفعة واحدة ودون أن يتكون الإطار المؤسسي للرقابة . وتكمن المشكلة أساسا في التدفقات قصيرة المدى ، وتتمثل هذه التدفقات في القروض المصرفية قصيرة الأجل وفي تدفقات رأس المال المالي أو التدفقات بغرض الاستثمار في المحافظ المالية . وتتسم التدفقات قصيرة المدى بعدم استقرارها وتقلباتها العنيفة من حين لآخر بما يشكل عبئا على أسواق المال الناشئة ، وبالتالي فإن إحكام الرقابة واستخدام الأدوات المناسبة لتقييد هذا النوع من التدفقات قصيرة المدى من الأمور الهامة . وتجدر الإشارة إلى تجربة شيلي في فرض ضرائب على تدفقات رأس المال قصيرة الأجل ، حيث اشترطت شيلي ضرورة إيداع جزء من الأموال الأجنبية في حساب لا يدر عائدا (فائدة) لمدة عام . ويقال إن سبب نجاح شيلي في تجنب الأزمة عند انفجار الاضطراب المالي في المكسيك هو هذه القيود المفروضة على تدفقات رءوس الأموال قصيرة الأجل .

٧ ـ أن تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات سوف يؤدي إلى نتائج وخيمة إذا لم توجد قاعدة مصرفية قوية قادرة على الصمود في وجه هذه التدفقات الضخمة ، ومعنى الصمود هنا القدرة على الاستيعاب وتوجيهها إلى قنوات الاستثمار الكفء والتحوط تجاهها وتهيئة الظروف لسدادها . ومن هنا فإن تحرير أسواق رأس المال يتطلب نظاما مصرفيا متقدما يستند إلى قاعدة رأسمالية قوية قادرة على تكوين خط الدفاع ضد مخاطر العمل المصرفي ، كما يتطلب هذا النظام المصرفي بنية فوقية مناسبة من التشريعات والإجراءات والقواعد التي تحكم نشأة البنوك ونشاطها وإفلاسها وبناء الإطار المؤسسي لأجهزة الرقابة المصرفية القادرة على إحكام الرقابة على البنوك منعا لانفلاتها سواء في الاقتراض من الخارج أو الإقراض في الداخل . فحمى الإقراض المحلي وتوسعه ومن ثم زيادة نسبة الأصول المتعثرة لدى البنوك كانت عاملا حاسما في الأزمة .

٨ ـ أن الأزمة الآسيوية أظهرت بما لا يدع مجالا للشك العيوب العميقة الكامنة في نظام سعر الصرف الثابت ، ومن هنا تأتي أهمية سياسة سعر الصرف في الاقتصاديات الناشئة ، ولا شك في أن سياسة أسعار الصرف في دول الأزمة الآسيوية قد أدت إلى تفاقم هذه الأزمة . ولقد ساعدت سياسة سعر الصرف الثابت على تآكل احتياطي النقد الأجنبي الرسمي ، فسعر الصرف الثابت أدى إلى زيادة كبيرة في ثقة المستثمرين بحيث أهملوا تماما مخاطر سعر الصرف . أدى هذا النظام إلى أن يصبح سعر الصرف الحقيقي مغالى فيه مما ترتب عليه تراجع الصادرات وارتفاع ربحية السلع والخدمات غير الداخلة في نطاق التجارة الدولية وبالتالي اتجاه الاستثمارات نحوها . إذ يؤدي نظام سعر الصرف الثابت إلى ثبات أسعار السلع والخدمات الداخلة في نطاق التجارة الدولية وارتفاع ربحية السلع والخدمات غير الداخلة في نطاق التجارة الدولية نتيجة لزيادة الاستثمارات فيها (وترتب على ذلك زيادة سعر الصرف الحقيقي وهو نسبة أسعار الأولى إلى الثانية) . كذلك فإن سعر الصرف الثابت مهد الطريق للانهيار المالي نظرا لالتزام حكومات تلك الدول باستخدام الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية للدفاع عن سعر الصرف .

٩ ـ الأزمة المالية تنطوي على نتائج وآثار اجتماعية بعيدة المدى تمس مستوى معيشة وحياة الفقراء وأصحاب الدخل المحدود ، فهؤلاء هم الذين دفعوا ثمن هذه الأزمة

المالية ، بجانب الطبقة الوسطى الجديدة التي نشأت مع انتعاش هذه الاقتصاديات . وللأسف أن هذا الموضوع رغم أهميته لم يحظ باهتمام الكتابات الفردية أو المؤسسية إلا في حدود ضئيلة ولا شك فى أن هذا المجال في حاجة إلى بحث مستفيض خاصة فيما يتعلق بآثار الأزمة على توزيع الدخل ولكن الأهم هو تأثيرها على توزيع الثروة .

١٠ ـ الحذر الشديد في التعامل مع المؤسسات الدولية وفي استيعاب توصياتها . ذلك أن هذه التوصيات على درجة عالية من العمومية قد تتعارض في كثير من الأحيان مع الخصوصية الاقتصادية والاجتماعية السائدة في بلد ما بحيث يجب تعديلها أو تصحيحها بما يتلاءم وهذه الخصوصية . ولقد كانت دول الأزمة كما سبق أن أشرنا في هذا الكتاب هي الأطفال المدللة لهذه المؤسسات والنموذج الناجح للتنمية الذي يشار إليه بالبنان ، وكافة ما قامت به من سياسات كان تحت نظر هذه المؤسسات ، وبمجرد وقوعها في الأزمة وجدنا هذه المؤسسات تكيل النقد للسياسات المتبعة في هذه الدول وتتحفظ على سرعتها في تحرير حساب رأس المال . . إلخ . والأغرب من ذلك ما ترتب على ما أوصت به من سياسات عند اندلاع الأزمة وفي مراحلها الأولى حيث أدى ذلك إلى تعمق الأزمة ، ولعل أهم مثلين في هذا الصدد هما التوصية برفع أسعار الفائدة والتوصية بإغلاق عدد من المصارف التي بلغت في بعض الأحيان كما هو الحال في إندونيسيا حوالي ١٦ مصرفا وما ترتب على ذلك من آثار سلبية بعيدة المدى .

١١ ـ أثبتت تجربة الأزمة الآسيوية مدى مساس الحاجة إلى مؤسسة دولية تلعب دور «المقرض الأخير Lender of Last Resort » على المستوى الدولي ، وهو الدور الذي يطلع به البنك المركزي في الاقتصاد المحلي ، حيث تلجأ إليه البنوك كمقرض أخير وقادر على انتشالها من كبوتها أو أزمتها . ولو كان هناك مقرض أخير لما حدثت تلك التداعيات للأزمة الآسيوية . والبنك المركزي يقوم بدور المقرض الأخير في الاقتصاد المحلي لأنه المؤسسة التي تمتلك حق الإصدار النقدي . ولا يوجد على المستوى الدولي من يملك هذا الحق . وصندوق النقد الدولي لا يمكن له ـ بحكم موارده المتاحة وهيكله ـ أن يقوم بهذا الدور على المستوى الدولي .

والحساب الاستثنائي أو التسهيلات الاستثنائية التي تم إنشاؤها أخيرا في صندوق النقد الدولي لمعالجة الأزمات الطارئة ـ كرد فعل للأزمة الآسيوية ـ لا يكفي للقيام بهذا الدور . والبنك المركزي الأوربي يمكن أن يلعب هذا الدور على مستوى دول الاتحاد الأوربي ، ومن الممكن أن ينشأ بنك مركزي آسيوي ليطلع بهذا الدور ، إلا أن ذلك يتطلب أيضا عملة آسيوية موحدة ، وهو أمر ما زال بعيد التحقيق في الوقت الراهن . المهم أن قضية المقرض الأخير لابد وأن تستحوذ على جزء من تفكيرنا ، فهي قضية مهمة أفرزتها الأزمة الآسيوية .

هوامش الفصل الثامن

١ ـ BIS, "6 th Annual Report", April 1997 - June 1998, Basle June 8 th, 1998. P. 44.

٢ ـ Ibid, P. 45.

٣ ـ Ibid, P. 45.

٤ ـ Ibid, P. 46.

٥ ـ Ibid, P. 46.

٦ ـ Ibid, P. 47.

٧ ـ G. Kaminsky, S. Lizondo, Carmen M. Reinhart. "Leading Indicators of Currency Crisis", IMF staff papers, Vol. 45, No. 1, March 1998, PP 1-49, G. Kaminsky & C. Reinhart. "The Twin Crisis, The Causes of Banking and Balance of Payment Problems", Board of Governors of the Federal Resource System. International Finance Discussion Papers, No. 544, March 1996. PP 1-28.

٨ ـ Franklin R. Edwards, "Hedge Funds and the Collapse of Long Term Capital Management", The Journal of Economic Perspectives, Spring 1999, P. 189.

٩ ـ Ibid, P. 189.

١٠ ـ B. Eichengreen & D. Mathieson, "Hedge Funds, What Do We Really Know", IMF Economic Issues No. 19, September 1999, http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues19/index.htm , P. 4.

١١ ـ F. R. Edwards, Op cit, P. 197.

١٢ ـ F. R. Edwards, Op cit, P. 198,

انظر أيضا

B. Eichengreen & D. Mathelson, Op cit, P. 4.

١٣ ـ F. R. Edwards, Op cit, P. 198,

انظر أيضا

B. Eichengreen & D. Mathelson, Op cit, P. 10.

١٤ ـ IBK, Economics Dept, "Tentative Attempt to Explain Issues Related to the Financial Crisis", December 1998.

رقم الإيداع ١٥٢٥١/٢٠٠٠

الترقيم الدولى 6 - 0664 - 09 - 977

مطابع الشروق

القاهرة: ٨ شارع سيبويه المصرى ـ ت: ٤٠٢٣٣٩٩ ـ فاكس: ٤٠٣٧٥٦٧ (٠٢)

بيروت: ص.ب: ٨٠٦٤ ـ هاتف: ٣١٥٨٥٩ ـ ٨١٧٢١٣ ـ فاكس: ٨١٧٧٦٥ (٠١)



أزمـــة النمور الآسيوية

شـهد عـام ١٩٨٩ بدء خروج بـعض دول أوربا الاشـتـراكية عن الفلك السوفيتي واتجـاهـهـا نـحـو نظام اجتماعي واقتصادي جديد تسوده الملكية الفردية وتلعب فيه آلية السوق دورا فعالا في تخصيص الموارد، وأصبح انتصار الرأسمالية حتميا، وأصبحت وصفة جاهزة لأمراض الدول النامية وتمهيدا ضروريا لانضمامها إلى النظام العالمي الجديد..

إلا أن الرأسمالية أصبحت في حالة تراجع تام، وتكفي نظرة سريعة على قلاع الرأسمالية حتى تتعزز هذه النتيجة. بدأت الأزمة في دول جنوب شرق آسيا وكوريا الجنوبية وتعمقت بها ثم تحولت إلى أزمة عالمية، عجزت الوصفات التقليدية عن التصدي لها، وتعددت وجهات النظر لتفسير هذه الأزمة..

من هنا يأتي هذا الكتاب لدراسة الأزمة المالية الآسيوية وآثارها في تولد الأزمة العالمية، منطوياً على دروس وعظات مهمة للدول النامية ذات الأسواق الناشئة، وموضحاً للدور المحوري الذي لعبه الجهاز المصرفي قبل الأزمة وبعد حدوثها، معتمدا على دراسة البيئة الدولية العامة المحيطة بنشوء الأزمة حتى يمكن تفهم هذه الأزمة وآلياتها والعوامل التي ساعدت عليها وأدت إلى توسع الأزمة وتعمقها.. ثم دراسة آثار الأزمة الجانبية على مناطق العالم المختلفة..

.. وفي النهاية نتعرض إلى بعض القضايا الحيوية والمحورية التي أثارتها هذه الأزمة على مستوى التحليل الاقتصادي، وكذلك الدروس المستفادة من هذه الأزمة، وهل من الممكن في ظل عالم اليوم منع تكرارها؟

الغلاف للفنان حلمي التوني

دار الشروق